

„Ich bin sicher, dass der Börsenkrach von 1929 noch einmal passieren wird. Nur weiß ich nicht, wann. Alles, was man für einen neuen Zusammenbruch braucht, ist, dass die Erinnerung an diesen letzten Wahnsinn schwächer wird.“

John Kenneth Galbraith (* 15. Oktober 1908 - † 29. April 2006) Ökonom

1. Die Einleitung

1.1 Die Problemstellung

„Ja, man habe Fehler gemacht“, sagte Goldman- Sachs- Chef Lloyd Blankfein.

„Ja, die Finanzbranche habe eine Menge Schaden angerichtet“, sagte Brian Moynihan, Boss der Bank of America. Und „Ja, im Nachhinein muss man sagen, dass viele Unternehmen zu viele Risiken eingegangen sind und dann nicht die Ressourcen hatten, sie zu beherrschen“, gab John Mack von Morgan Stanley zu.¹

„Ohne Zweifel besitzt die Finanzkrise eine besondere Qualität“. Sie zeigt uns „(...) den Bedeutungszuwachs der internationalen und nationalen Finanzmärkte (...)“ auf und „(...) führt der staunenden Weltöffentlichkeit in dramatischer Weise vor Augen, in welchem Ausmaß die Reproduktionsfähigkeit moderner Gesellschaften heutzutage von abstrakten Finanzmarkttransaktionen einer virtuellen Ökonomie abhängt.“ Eine Finanzmarktkrise, die in ihrer Bedeutung und ihrem Ausmaß seines gleichen sucht, „(...) macht den politischen und wirtschaftlichen Beobachtern auf schmerzliche Art und Weise bewusst, dass das Denken in nationalstaatlichen Kategorien als Anachronismus ad acta gelegt werden muss.“ Da sich die Finanzmärkte in ihrer Verflechtung über den gesamten Globus erstrecken, verschwindet der Ort, „(...) von dem aus etwas kommuniziert wird, in der Bedeutungslosigkeit (...)“. „Der globale Handel mit komplexen Finanzprodukten und die enge Verflechtung internationaler Kapitalströme sorgen heute dafür, dass sich zunächst örtlich begrenzte Krisen rasch über den gesamten Globus ausbreiten können“.²

¹ Hipp/ Hornig/ Mahler/ Pauly/ Rosenbach/ Schulz/ Tuma/ Winter 2010, S.65 sowie Ruehle, H. 2010, S.3

² Vgl. Peinemann, B. 2010, S. 1

Die Finanzmarktkrise erschütterte die Welt bis ins Mark. „*Das düsterste Kapitel der Wirtschaftsgeschichte seit der großen Depression vor 80 Jahren*“³ macht seinem Namen alle Ehre. Eine Bilanz, die die Staaten Milliarden kostete. Banken wurden verstaatlicht, tausenden Millionen pumpen die Staaten in die Volkswirtschaften, wertlose Immobilien wurden von den Regierungen aufgekauft. Trotz allem gingen zahllose Firmen Bankrott und Millionen von Beschäftigten verloren ihren Arbeitsplatz, „(...) allein in den USA waren es bis zu 850.000 Menschen pro Monat.“⁴

Bemerkenswert ist dabei vor allem das Tempo, „(...) indem sich die Krise über den Globus ausbreitete, die Höhe der entstandenen Verluste und die Verflechtungen der internationalen Finanzbeziehungen, welche die Nationalstaaten und die Zentralbanken zu einem koordinierten Vorgehen zwangen.“⁵

Als Sinnbild „(...) für den zunehmenden Bedeutungszuwachs, den die internationalen Finanzmärkte in den vergangenen Jahren erfahren haben“, steht die Finanzmarktkrise und ihre Auswirkungen die in dieser Studienarbeit Thema sein soll. Spätestens jetzt, vier Jahre nach „(...) dem Ausbruch der Finanzkrise, ist der wachsende Einfluss der Finanzmärkte auf zahlreiche Lebensbereiche innerhalb der modernen Gesellschaften auch in das öffentliche Bewusstsein vorgedrungen.“⁶

„Zum ersten Mal seit der Weltwirtschaftskrise im Jahre 1929 (...)“ musste „(...) sich die westliche Welt wieder mit dem Phänomen des Bankenansturms *Bank-Run* (...)“ auseinandersetzen. Ausgelöst durch die finanziellen Schwierigkeiten des britischen Immobilienfinanzierers *Northern Rock* im September 2007, „(...) setzte ein regelrechter Bankenansturm auf das Institut ein.“ Da panische Bankkunden „(...) binnen kurzer Zeit fast drei Milliarden Euro (...)“ abzogen, konnte damals „(...) das Überleben von *Northern Rock* (...)“ nur „(...) durch einen Notfallkredit der *Bank of England* (...)“ gesichert werden. Für die westlichen Länder und deren breite Öffentlichkeit waren

³ Balzli/ Borger/ Höbel/ Hujer/ Pauly/ Reuter/ Schepp/ Schmitz/ Steingart 2009, S.109 sowie Ruehle, H. 2010, S.3

⁴ Vgl. Balzli/ Borger/ Höbel/ Hujer/ Pauly/ Reuter/ Schepp/ Schmitz/ Steingart 2009, S.109 & Balzli/ Schiessl/ Schulz 2009, S.78 sowie Ruehle, H. 2010, S.3

⁵ Vgl. Peinemann, B. 2010, S.3

⁶ Peinemann, B. 2010, S.3

„(...) die Entwicklungen in Großbritannien dennoch ein eindeutiges und beunruhigendes Signal: Bankenzusammenbrüche waren fortan nicht mehr auszuschließen.“⁷

Das Wort Finanzkrise wurde in Deutschland zum *Wort des Jahres 2008* gewählt.⁸

⁷ Peinemann, B. 2010, S.1f.

⁸ Vgl. Gesellschaft für deutsche Sprache *Wort des Jahres 2008*: Online im Internet 06.05.2011

1.2 Die Zielsetzung

Ich habe es mir in dieser Studienarbeit zum Ziel gesetzt, die Finanzkrise und ihre Auswirkungen einmal näher zu beleuchten. „Die von der Finanzkrise ausgehenden Schockwellen erlahmten (...)“ den gesamten Welthandel, Auftragsbücher sowie Aktienmärkte brachen in sich zusammen. Die Banken dieser Welt und andere zahllose traditionsreiche Unternehmen entkamen ihrem Schicksal „(...) nur noch durch Fusionen, Übernahmen oder Verstaatlichungen.“ Ohne Ausnahme erfasste die Krise vom kleinen Sparer, über kleine bis mittelständige Unternehmen sowie Großkonzerne, auch ganze Staaten und Nationen dieser Welt.⁹ Nun stellen sich folgende Fragen:

„Wie konnte es soweit kommen?“

Worin können die Gründe für diese Krise gesehen werden?“

Wie kann es sein, dass milliardenschwere Banken innerhalb kürzester Zeit am Rande des Ruins stehen und um ihre Existenz kämpfen müssen?“¹⁰

„Gibt es Schuldige oder ist all dies nur eine Art Naturkatastrophe?“¹¹

In dieser Bachelor-Arbeit möchte ich die Entstehung, den Verlauf, die Auswirkungen und die Folgen der Finanzmarktkrise ab dem Jahr 2007 thematisieren. „Erörtert und analysiert werden dabei die miteinander korrelierenden Risikopotenziale (...)“, die die Finanzkrise in den USA auslösten und solide aufgestellten Unternehmen und Staaten der Welt gefährdete und ins Wanken brachte. „Im Mittelpunkt der Untersuchungen steht die Betrachtung der Zusammenhänge und Folgen einzelner Negativeinflüsse (...)“, die in ihrer Verkettung die Ursache der größten Krise seit 1929 darstellen. „(...) Die Komplexität heutiger Finanzinstrumente und Kapitalmärkte (...)“ soll durch „die Analyse der aufgetretenen Phänomene (...)“ verdeutlicht werden. „(...) Wie das Ungleichgewicht eines spezifischen Marktes das internationale Finanzsystem bedrohen kann“, wird in diesem Zusammenhang besonders deutlich. Ausgehend von den „(...) sinkenden Immobilienpreisen in den Vereinigten Staaten (...)“, werden Mechanismen beschrieben, die zur Bedrohung für Banken und Wirtschaften auf der ganzen Welt werden konnten. „Als oft zitiertes „Scharnier“ zwischen Finanz- und Realwirtschaft wird dem Bankensektor eine besondere Aufmerksamkeit gewidmet, da insbesondere die Kreditverga-

⁹ Vgl. Lerotic, M. 2010, S.3

¹⁰ Lerotic, M. 2010, S.3

¹¹ Ruehle, H. 2010, S.3

be schon immer eine der primären Antriebswellen für Konsum, Investitionen und Wirtschaftswachstum war.“ „In der Vergangenheit haben Turbulenzen in der Finanzwelt folglich stets eine Bremsspur in der Realwirtschaft verursacht (...)“, wobei sich die Spuren der aktuellen Finanzmarktkrise aufgrund der einschneidenden Ereignisse trotz aller Maßnahmen nicht so einfach verwischen lassen.¹²

¹² Vgl. Jubin, M. 2008, S.4f.

1.3 Das methodische Vorgehen

Die Studienarbeit zum Thema *Modifizierte Kapitalanforderungen im Spiegel der Finanzmarktkrise seit 2007* wird sich in zwei große Themenfelder gliedern.

Zunächst möchte ich auf das Thema *Finanzmarktkrise* näher eingehen. Dabei werden begriffliche Grundlagen, Entstehung und Verlauf, die Rolle der Ratingagenturen sowie die krisenverschärfende Wirkung von Basel II im Fokus der Ausführungen stehen. Im Folgenden werde ich die Auswirkungen der Finanzmarktkrise seit 2007 sowohl auf den Finanzsektor als auch auf die Realwirtschaft detailliert schildern. Die Wirtschafts- und finanzpolitischen Maßnahmen werden sich auf die theoretischen Grundlagen des IS/LM-Modell und des Mundell- Fleming-Modells stützen.

Den zweiten großen Abschnitt dieser Studienarbeit werden die *modifizierten Kapitalanforderungen an Finanzinstitute* darstellen. Dabei werde ich zunächst einen Überblick geben und im Anschluss die Kerninhalte im Einzelnen detailliert erläutern. Bevor die Einführung eines globalen Liquiditätsstandards vorgestellt wird, steht die Verbesserung der globalen Eigenkapitalregelungen im Mittelpunkt der Ausführungen. Im Folgenden werden Möglichkeiten zur Umsetzung von Basel III in der Europäischen Union aufgezeigt.

Schlussendlich möchte ich zeigen, dass die Umsetzung modifizierter Eigenkapital- und Liquiditätsanforderungen nicht allein zu einer globalen Finanz- und Wirtschaftsstabilität beitragen kann, und möchte in diesem Zusammenhang die Wesenszüge einer makroprudenziellen Politik vorstellen.

2. Modifizierte Eigenkapitalanforderungen im Spiegel der Finanzmarktkrise

2.1 Die Grundlagen

Im Allgemeinen wird der Begriff *Krise* aus dem Griechischen hergeleitet und bedeutet Entscheidung; entscheidende Wendung. In der Wirtschaft beschreibt eine Krise einen „(...) *Umschwung der Hochkonjunktur in eine Phase wirtschaftlicher Zusammenbrüche und Depression* (...)“¹³ und stellt somit den „(...) Höhepunkt einer bedrohlichen Entwicklung (...)“ dar.¹⁴

„Finanzkrisen, sind meist innerhalb kurzer Zeit auftretende gravierende und nicht-temporäre Verschlechterungen in den Ausprägungen von westlichen Finanzmarktindikatoren, wie Wertpapier- und Wechselkurse, Zinsen und Bonitätsbelastungen, die massive und andauernde realwirtschaftliche Folgen nach sich ziehen können.“ Finanzkrisen zeigen sich in vielerlei Gestalt und sind „(...) begrifflich schwer zu erfassen“. Im historischen Horizont „(...) sind Finanzkrisen ein immer wieder auftretendes Phänomen.“¹⁵

Man unterscheidet zwischen zwei Arten:

Informationskrise

Einer Informationskrise liegt „oftmals lediglich eine eventuell aufgestaute Verschlechterung der Fundamentalwerte¹⁶ einer Finanzkrise zugrunde (...)“. Die Folge ist „(...) eine Wertkorrektur der entsprechenden Wertschriften (...)“. „Durch zunächst korrigierende Eingriffe oder unzureichende Informationsdiffusion kann es zu Verzögerungen der Anpassungen „*Hysterese*“ kommen, die sich schließlich bei Versagen der Korrektur oder Eintreffen der Information krisenartig entladen, wobei Überschießungseffekte auftreten können.“ Das Wesen diese Form der Krise ist ein „(...) im Wesentlichen langfristig stabilisierender Charakter und kann nicht als Marktanomalie¹⁷ bezeichnet werden, wenngleich hiermit oftmals schmerzliche Auswirkungen für die Betroffenen verbunden sind.“¹⁸

¹³ Brockhaus Enzyklopädie, 1990, S.517

¹⁴ Vgl. Wikipedia *Krise*: Online im Internet 08.06.2011

¹⁵ Vgl. Wirtschaftslexikon *Finanzkrise*: Online im Internet 10.05.2011

¹⁶ Der Fundamentalwert ist definiert als der Gegenwartswert der zukünftigen Cashflows.

¹⁷ Marktanomalien sind Wertpapierkurse, die systematisch von ihren wahren Werten abweichen und daher eine Möglichkeit zur Erzielung einer Überrendite bieten.

¹⁸ Vgl. Wirtschaftslexikon *Finanzkrise*: Online im Internet 10.05.2011

Spekulationskrise

Der Spekulationskrise, bei der sich die „(...) Dispositionen der Finanzakteure nicht an den Fundamentalwerten ausrichten, sondern durch die allgemeine Marktentwicklung oder das Verhalten anderer Marktteilnehmer bedingt sind“, liegt „(...) oftmals eine irrationale spekulationsorientierte Sozialdynamik mit einem hohen Ausmaß an Mitläuferspekulationen (...)“ zugrunde, „(...) die zu einer im Wege einer positiven Rückkopplung immer weiter zunehmende Divergenz zwischen Fundamental- und Finanzmarktwerten führt.“ Diese Tatsache führt „(...) zum Entstehen einer sogenannten „*spekulativen Blase*“, deren Zerplatzen krisenhafte Erscheinungen nach sich zieht.“¹⁹

Besteht die Gefahr, dass sich eine „(...) zunächst einzelwirtschaftlichen oder lokal begrenzten Finanzkrise auf die gesamtwirtschaftliche Ebene (...)“ ausbreitet, so wird dies „(...) als *Systemrisiko* bezeichnet.“ „Neben der Intensität und dem Gewicht der Initialkrise tragen der Grad der Verflechtung der Finanzmärkte, die Bedeutung der Mitläuferspekulationen, die Marktüblichkeit bestimmter Finanzinstrumente „*Derivate*“, sowie marktstrukturelle Gegebenheiten²⁰ zum Systemrisiko bei.“²¹

Bei den Maßnahmen gegen Finanzkrisen „(...) kann zwischen ursachen- und folgenreichenden Maßnahmen unterschieden werden.“ Die ursachenseitigen Maßnahmen umfassen „(...) besonders die Konsolidierung der Struktur der Finanzmärkte, und die Transparenz und die Effizienz der institutionellen Strukturen²², was dazu beitragen kann, auch Informationskrisen zu verhindern oder in ihren Auswirkungen zu dämpfen.“ Die Folgen der Informationskrise beruhen auf einem effizienten Marktverhalten „(...) und stellen als notwendige Wertberichtigungen grundsätzlich erwünschtes Marktverhalten dar.“ Durch „(...) institutionelle, vertrauensbildende und im Akutfalle auch sozialpolitische Maßnahmen (...)“ können diese abgefedert werden.

Charakteristika von Spekulationskrisen sind Marktineffizienzen, deren Grundlage destabilisierende Spekulationen sind. „Zur Bekämpfung dieses Phänomens wurde vorgeschlagen, eine Spekulationssteuer mit einem einheitlichen Satz von 0,5 Prozent des Transaktionswertes sämtlicher Finanzmarkttransaktionen einzuführen, die dazu dienen

¹⁹ Vgl. Wirtschaftslexikon *Finanzkrise*: Online im Internet 10.05.2011

²⁰ Anteil fungibler Portfolioinvestitionen im Verhältnis zu Direktinvestitionen

²¹ Vgl. Wirtschaftslexikon *Finanzkrise*: Online im Internet 10.05.2011

²² Einführung einer funktionierenden Bankenaufsicht, Bekämpfung von Nepotismus und Korruption

soll, vor allem kurzfristige Spekulationen zu erschweren, sogenannte „*Tobin Tax*“.²³ Um diese Maßnahme allerdings effizient einsetzen zu können, müsste „(...) diese jedoch weltweit eingeführt werden (...)\", was „(...) die Realisierungschancen dieser Steuer derzeit (...)\", schwinden lässt. Über diesen Ansatz „(...) hinaus besteht die Gefahr, dass eine derartige Steuer systemstabilisierende Transaktionen verhindert.“ In diesem Zusammenhang „(...) muss beachtet werden, dass spekulative Marktteilnehmer selber einen Stabilisierungsbeitrag leisten können“, da „zusätzliche Marktteilnehmer das Transaktionsvolumen/Markttiefe (...)\", steigern und damit sicherstellen, „(...) dass sich kursrelevante Informationen schneller in den Preisen widerspiegeln.“ Ferner könnte sich auch auf eine „(...) eingehendere Regulierung spezifischer Finanzinstrumente oder spezifischer Marktteilnehmer, die durch eine erhöhte Risikobereitschaft geprägt sind (...)\", konzentriert werden, um Systemrisiken zu vermeiden.²³

²³ Vgl. Wirtschaftslexikon *Finanzkrise*: Online im Internet 10.05.2011

2.2 Die Krise im Finanzsektor

„Die Weltwirtschaft befindet sich im Ausnahmezustand. Ausgelöst durch einen kompletten Zusammenbruch des US-amerikanischen Immobilien- und Hypothekenmarktes, in dessen Folge es zu einem Kollabieren unzähliger Großbanken kam, erlitten darüber hinaus Weltproduktion und Welthandel mit Beginn des vergangenen Jahres ihren absoluten Tiefstand.“²⁴

„Zunächst als eine Krise der Banken und Finanzmärkte erfolgte bald eine Ausdehnung auf die eigentlich robuste und kerngesunde Realwirtschaft.“²⁵ Schließlich wurden „(...) weltweit Vermögenswerte in Höhe von 50 Billionen US-Dollar – umgerechnet 39,4 Billionen EUR – vernichtet.“²⁶

Die Vergünstigungsmaßnahmen des US-amerikanischen Staates, „(...) um seine Bürger zum Kauf von Wohneigentum zu ermutigen (...)“, stehen als „wichtiger – jedoch nicht einziger – Treiber (...)“ der Finanzmarktkrise seit 2007 im Mittelpunkt der Ereignisse. „(...) Ohne entsprechende Bonitätsprüfungen (...)“ konnte sich praktisch jedermann Kredite zum Kauf einer Wohnungsimmobilie verschaffen.²⁷ „Doch wie konnte dieses anfangs nationale Vorgehen das internationale Wirtschafts- und Währungssystem ins Wanken bringen, was waren die Auslöser, wer die Handelnden und was die Folge?“²⁸

²⁴ Examicus *Finanzkrise – Ursachen und Lösungen*: Online im Internet 08.06.2011

²⁵ Busch, U. 2009, S. 32 sowie Examicus *Finanzkrise – Ursachen und Lösungen*: Online im Internet 08.06.2011

²⁶ Vgl. Spiegel Online *Bankenstudie, Finanzkrise vernichtet knapp 40 Billionen Euro*: Online im Internet 18.05.2011

²⁷ Vgl. Rudolph, B. 2009, S.4 sowie Examicus *Finanzkrise – Ursachen und Lösungen*: Online im Internet 08.06.2011

²⁸ Examicus *Finanzkrise – Ursachen und Lösungen*: Online im Internet 08.06.2011

2.1.1 Die Entstehung und der Verlauf der Krise

Die Dotcom-Blase

Die *Dotcom-Blase*, „(...) ein durch die Medien geprägter Kunstbegriff (...)“, „(...) findet ihren Ursprung im Jahre 1995, als es erhöhte wirtschaftliche Entwicklungen vor allem im Informations- und Technologiesektor gab und viele neue Unternehmen, sogenannte *Start-Up-Firmen*, gegründet wurden.“²⁹ Das Platzen dieser Blase betraf insbesondere die sogenannten „(...) Dotcom-Unternehmen der New Economy (...)“ und führte „(...) vor allem in Industrieländern zu Vermögensverlusten für Kleinanleger (...)“. „Der Begriff „*Dotcom*“ bezieht sich dabei auf die Internet-Domain-Endung „*.com*“.“³⁰ „Der größte Markt für Technologieunternehmen war die amerikanische *NASDAQ*.“ Da die *Dotcom-Blase* ein weltweites Phänomen war, richtete man in Deutschland an der „(...) Deutsche Börse den *Neuen Markt* als eigenes Marktsegment ein, an dem angeblich zukunftsweisende und stark wachsende Unternehmen, als die die Technologieunternehmen galten, notiert sein sollten.“³¹

Neueste technologische Entwicklungen, wie die flächendeckende Verbreitung des Internet „(...) in weite Kreise der Bevölkerung der Industriestaaten (...)“, der Einzug des Mobiltelefons in den Alltag und die Entwicklung von Handheld-Computer, gelten als „Auslöser des Booms (...)“, da ihnen hohe Gewinnerwartungen zu Grunde lagen. Die Folge waren ab dem Jahr 1995 eine „(...) Vielzahl von Neugründungen von Unternehmen und durch das große Anlegerinteresse vermehrte Börsengänge.“ Habgier und Gewinnsucht veranlasste viele Anleger dazu, Hoffnung zu schöpfen, „(...) dass die in diesen Märkten operierenden Unternehmen „*Zukunftsunternehmen*“ seien (...)“, und so „(...) über einen Aktienkauf an vermeintlich zukünftigen Gewinnen teilhaben.“ Der durch „(...) umfangreichen Werbemaßnahmen begleitete Börsengang der *Deutschen Telekom* (...)“ trug in Deutschland zudem „(...) zu einer stark gestiegenen Popularität des Investmentobjekts *Aktie*“ bei. In der Folge „(...) vervielfachte sich innerhalb weniger Monate die Börsenbewertung zahlreicher Unternehmen (...)“ ab Mitte der 1990er Jahre „(...) durch eine deutlich erhöhte Nachfrage der vormals am Aktienmarkt nicht aktiven Neuanleger.“ Der „(...) starke Expansionsdrang vieler Unternehmen (...)“ gab diesen Effekt einen weiteren Schub, da „(...) die durch die Börsengänge erzielte Liqui-

²⁹ Finanzlexikon *Dotcom-Blase* sowie Wikipedia *Dotcom-Blase*: Online im Internet 19.05.2011

³⁰ Wikipedia *Dotcom-Blase*: Online im Internet 19.05.2011

³¹ Vgl. Glebe, D. 2008, S.104 f.

dität (...)“ „(...) in den Aufkauf weiterer börsennotierter Unternehmen investiert“ wurde. „Andere Anleger wurden von den häufig prozentual zweistelligen Kurssteigerungen selbst angezogen, die sie zwar für teilweise übertrieben hielten, von denen sie aber – oft als *Daytrader*³² – dennoch profitieren wollten.“ Aufgrund der exorbitanten Gewinnerwartungen, die Investmentfonds ihren Kunden in Aussicht stellten, verstärkte sich die Spekulationsblase nochmals. „Es wurde eine Vielzahl von „*Neue-Markt*“- *Internet*-, *Telekommunikations*- und *Technologiefonds* gegründet, die reißenden Absatz fanden.“³³

Wir schreiben den 10. März 2000. „Das Fieber an den Börsen stieg schon seit Wochen und Monaten. *Dax*, *Nemax* und *NASDAQ* kletterten von Rekord zu Rekord.“ In drei Tagen geht *Infineon* an die Börse, zu diesem Zeitpunkt „(...) hätte wohl niemand geglaubt, dass es nun für lange Zeit an den Börsen nur noch abwärts gehen sollte.“ Am „(...) besagten Freitag erreichte der *Nemax 50*, der die Kursentwicklung der „*Blue-Chips*³⁴“ unter den so genannten Wachstumswerten abbildete, sein absolutes Allzeithoch bei 9.666 Punkten.“ Innerhalb von nur zwei Jahren konnte „(...) sich der Index (...)“ „(...) mehr als verzehnfacht – eine Kursentwicklung, für die Aktienindizes normalerweise selbst in wirtschaftlich guten Zeiten mehrere Jahrzehnte benötigen.“ Zu diesem Zeitpunkt waren die im *Nemax All Share* datierten 229 Firmen „(...) auf dem Papier 234 Milliarden Euro „wert“, obwohl die meisten keine schwarzen Zahlen schrieben und die Gewinnschwelle auch niemals erreichen sollten.“³⁵

„Doch damals wollten die Anleger von Zweifeln nichts wissen, zu sehr hatte sich der Eindruck verfestigt, man habe das *Perpetuum Mobile der Geldvermehrung* gefunden.“ Die Firmen, die „(...) einfach der ominösen „*New Economy*“ zugeschlagen (...)“ wurden, „(...) also Branchen, deren Geschäft vermeintlich anderen Gesetzen folgte als bisher“, da man ihre Leistungen nicht greifen konnte. „(...) Ein damaliger Börsenhändler (...)“ drückte es einfach und prägnant aus: „*Gekauft wird, was da ist*“. „Aber auch bei den eigentlich soliden Standartwerten grassierte das Spekulationsfieber“, in der Folge erreichte der *Dax* in jener besagten Woche „(...) seinen damaligen historischen Höchststand mit 8.136 Punkten (...)“. „Doch nicht nur in Deutschland (...)“ siegte „(...) die Gier längst über den Verstand (...)“, gleichwohl hatte sich „auch in den USA eine selten

³² Durchführen von Handelsgeschäften innerhalb eines Tages

³³ Vgl. Glebe, D. 2008, S.105

³⁴ Umsatzstarke Aktien von Aktiengesellschaften mit hohem Börsenwert

³⁵ Vgl. boerse.ARD.de *Im März 2000 platzte die Dotcom-Blase*: Online im Internet 19.05.2011

gesehene Börsen-Blase gebildet.“ „(...) Der *Composite-Index* der Technologiebörse *NASDAQ* (...)“ erreichte mit einem Wert von „(...) knapp über 5.000 Punkten ein später nicht mehr erreichtes Niveau.“³⁶

Vergleichsweise unspektakulär setzte eine Abwärtsbewegung „(...) nach dem 10. März 2000 ein. „Von einem klassischen Crash a la 1929 oder 1987 kann man rückblickend nicht sprechen. Vielmehr bröckelten die Kurse nach und nach ab“. Aufgrund dessen ist es auch nicht verwunderlich, „(...) dass die Stimmung am 13. März 2000 per Saldo immer noch hervorragend war, als die ehemalige Siemens-Tochter *Infineon*, die damals das nicht allzu rutschige Börsenparkett betrat.“³⁷ Folglich erreichten „(...) die in dieser Zeit zu einer Art Volkssport ausgeartet Spekulationen mit Neuemissionen ein noch nie dagewesenes Ausmaß“, was dazu führte, dass „die deutschen Aktienindizes (...)“ an diesem Tag ihren Höhepunkt erreichten.³⁸ Angebotene „Infineon-Aktien im Wert von 6,1 Milliarden Euro (...)“ standen Bestellungen „(...) im Wert von mehr als 200 Milliarden Euro (...)“ gegenüber. Diejenigen die „(...) rechtzeitig auf die Verkaufstaste drückten (...)“, und zuvor eine „(...) Zuteilung zu 35 Euro erhielten (...)“, „(...) konnten sich immerhin über eine Verdopplung ihres Einsatzes freuen.“³⁹ Am besagten 13. März 2000 „(...) wurden so viele Infineon-Aktien gehandelt, dass die Handelssysteme der Frankfurter Wertpapierbörse und damit zugleich die Orderverarbeitung einiger Bankhäuser zusammenbrachen.“⁴⁰

„Gegen Ende des Booms (...)“ wurde immer deutlicher, dass die exorbitanten Gewinnerwartungen von denen Unternehmen in absehbarer Zeit nicht erfüllt werden können.⁴¹ Auch *Infineon* konnte „(...) den hohen Vorschusslorbeeren nicht gerecht werden und wurde mit in den allgemeinen Abwärtsstrudel gerissen.“⁴² Weil der Börsenwert der *New Economy* „(...) zumeist nicht durch materielle Gegenwerte gedeckt (...)“ war, „(...) da das Kapital eines IT-Unternehmen weniger in materiellen Gütern als vielmehr in den geistigen Leistungen seiner Mitarbeiter zu finden ist“, bestand „(...) der Buchwert der Unternehmen(...)“ oftmals „(...) aus nicht viel mehr als einigen Gebäuden und der IT-Infrastruktur(...)“. Zudem waren „(...) die im Expansionsdrang zugekauften Unterneh-

³⁶ Vgl. boerse.ARD.de *Im März 2000 platzte die Dotcom-Blase*: Online im Internet 19.05.2011

³⁷ Vgl. boerse.ARD.de *Im März 2000 platzte die Dotcom-Blase*: Online im Internet 19.05.2011

³⁸ Vgl. Glebe, D. 2008, S. 106

³⁹ Vgl. boerse.ARD.de *Im März 2000 platzte die Dotcom-Blase*: Online im Internet 19.05.2011

⁴⁰ Vgl. Glebe, D. 2008, S. 106

⁴¹ Vgl. Glebe, D. 2008, S. 106

⁴² Vgl. boerse.ARD.de *Im März 2000 platzte die Dotcom-Blase*: Online im Internet 19.05.2011

men meist nicht profitabel.“ „(...) Als die ersten der vermeintlichen Hoffnungsträger (...)“ dem Druck nicht mehr stand hielten und „(...) Insolvenz anmelden mussten“, wurden Zweifel immer lauter, die noch verstärkt wurden, als sich heraus stellte, „(...) dass in einigen Fällen die ausgewiesenen Umsätze nur fingiert waren.“⁴³

„Als im März 2000 die Kurse zu sinken begannen (...)“ und „(...) die ersten Anzeichen eines Kursverfalls erkennbar wurden, zogen erfahrene Börsianer ihr Kapital aus dem Markt ab“, infolgedessen „(...) der Markt vollends in sich zusammen“ brach. „Durch den anhaltenden Kursabfall gerieten die häufig neuen, unerfahrenen Kleinanleger in Panik und verkauften „um jeden Preis“, um ihre Verluste in Grenzen zu halten.“ Aus eigenem anfänglich schälen Kursverfall entwickelte sich rasch ein Kurssturz.⁴⁴ „Während die *NASDAQ* in der Spitze „nur“ fast 80 Prozent einbüßte, organisierten die Anleger am deutschen Aktienmarkt den Absturz besonders „gründlich“.“ Bis zum „(...) Oktober 2002 kollabierte der *Nemax 50* (...)“ fast vollständig „(...) um fast 97 Prozent“ auf einen in der Geschichte selten gesehenen Tiefstand von 318 Punkten. „Am Neuen Markt hatten sich insgesamt mehr als 200 Milliarden Euro in Luft aufgelöst.“⁴⁵

Da „die noch Jahre zuvor teuer zugekauften Tochterunternehmen (...)“ am Rande des Ruins standen und zumeist Sanierungsfälle waren, „(...) und daher in der Krise unverkäuflich (...)“ wurden, blieb ihnen „(...) nur der Gang in die Insolvenz übrig (...)“. Diejenigen Unternehmen, die „(...) nach dem Börsengang durch unüberlegte Aufkäufe ihre gesamte Liquidität verloren (...)“, mussten sich plötzlich mit aller Kraft refinanzieren, um nicht selbst zum Insolvenzkandidaten zu werden. Infolgedessen fielen die Kurse einiger Unternehmen „(...) tiefer als der Buchwert (...)“, was „(...) eine massive Unterbewertung der entsprechenden Aktien“ bewirkte. Um wenigstens die Buchwerte der Unternehmen „(...) noch gewinnbringend verkaufen zu können“, wurden „(...) einige Unternehmen mit dem Ziel der Liquidierung aufgekauft(...)“. Nachdem der IT-Markt „(...) aufgrund von Fachkräftemangel im Jahre 1999 sogar noch IT-Fachkräfte aus Indien angeworben hatte (...)“, musste man „(...) sich binnen eines Jahres mit der Arbeitslosigkeit vertraut machen.“ Da „das Vertrauen der Anleger in die Werte der IT-Branche (...)“ noch Jahre danach gestört war, blieben viele Unternehmen „bis in die Jahre 2004/2005 hinein(...)“ unterbewertet. Trotz erkennbarer Zeichen einer Erholung

⁴³ Vgl. Glebe, D. 2008, S. 106

⁴⁴ Vgl. Glebe, D. 2008, S. 106

⁴⁵ Vgl. boerse.ARD.de *Im März 2000 platzte die Dotcom-Blase*: Online im Internet 19.05.2011

der IT-Branche, setzte sich der Stellenabbau fort. „Überlebt haben den Börsenkrach insbesondere Unternehmen – die vormals feine Granularität und die daraus resultierende Vielfalt des Marktes ist jedoch nahezu verschwunden.“⁴⁶

Niedrige Zinssätze nach dem Ende der Dotcom-Blase

„Nach den Terroranschlägen vom 11. September 2001 und dem Platzen der Internet – Spekulationsblase wollte die USA die Wirtschaft mit billigem Geld ankurbeln“⁴⁷, um der damals drohenden Rezession zuvorzukommen.⁴⁸ In diesem Zusammenhang und „(...) um die Konjunktur zu beleben, senkte die US-Zentralbank *Federal Reserve (Fed)* die Leitzinsen innerhalb weniger Monate von 6,5 auf 3,5%.“⁴⁹ Bei dieser Entscheidung zur Zinsverringerung stützte man sich darauf, dass man „(...) die kreditinduzierte Nachfrage im Land erhöhen und die Unternehmen zu Investitionen anregen wollte.“⁵⁰ Im Rahmen der einschneidenden Ereignisse vom 11. September 2001 befürchtete die *Fed*, „(...) dass sich die schlechte wirtschaftliche Lage in den USA verschärfen könnte.“⁵¹ Um den „(...) Einfluss des Terroranschlags auf die Wirtschaft (...)“ zu beschränken, „(...) senkte die *Fed* abermals ihre Leitzinsen bis diese Ende Juli 2003 auf dem Niveau von nur 1% waren, “⁵² sodass „(...) die Wirtschaft und letztendlich auch die Bürger der USA noch stärker mit günstigem Geld“ versorgt wurden.⁵³

⁴⁶ Vgl. Glebe, D. 2008, S. 107 f.

⁴⁷ Unterdörfer, S. 2009, S.2

⁴⁸ Vgl. Bartmann, P./ Buhl, H.U./Hertel, M. *Ursachen und Auswirkung der Subprime-Krise* 2009 S.127 sowie Unterdörfer, S. 2009, S.2

⁴⁹ Vgl. Sachverständigenrat *Globale Ungleichgewichte*: Online im Internet S.125 23.05.2011 sowie Springub, F. 2010, S.12

⁵⁰ Vgl. Soros, G. 2008, S.12 sowie Springub F. 2010, S.12

⁵¹ Vgl. Fischer, M. 2009, S.7 sowie Springub F. 2010, S.12

⁵² Vgl. Soros, G. 2008, S.94 sowie Springub F. 2010, S.12

⁵³ Vgl. Springub, F. 2010, S.12

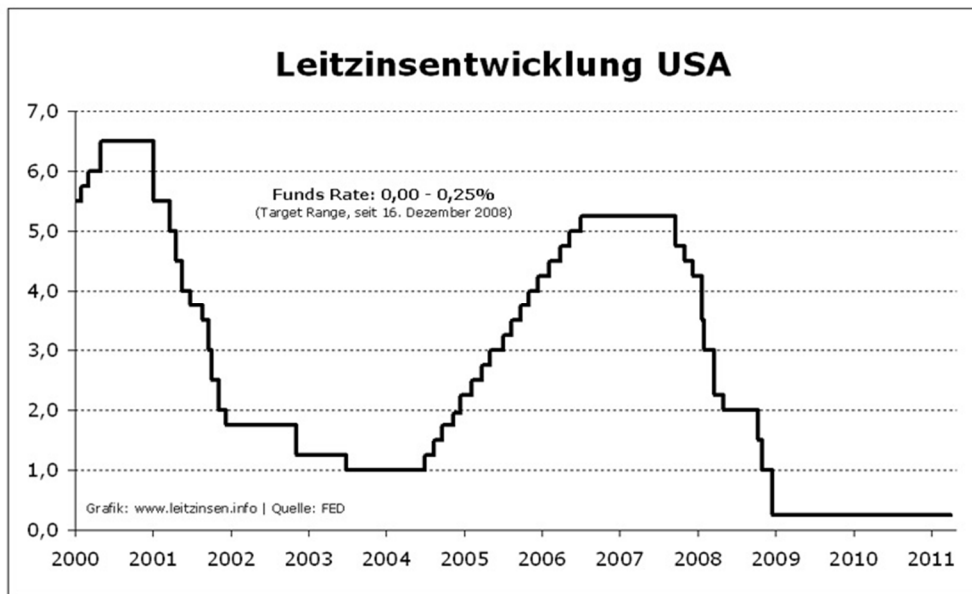


Abbildung 1: Leitzinsentwicklung USA⁵⁴

Außerdem wurde „(...) das Außenhandelsdefizit der USA durch Kapital finanziert (...)“, das man zuvor „(...) auf dem US-Kapitalmarkt angelegt (...)“ hatte, was wiederum „(...) die Zinssätze in den USA niedrig hielt.“ Erschwerend kam hinzu, dass „(...) China seine Erlöse aus seinem Exportüberschuss in den USA in Staatspapieren (...)“ anlegte, „(...) was die Effektivverzinsung von Staatspapieren drückte.“ „Ein Anlagennotstand in Form von „relativ spärlicher werdenden Realinvestitionen“ trieb ebenfalls die Kurse nach oben und die Effektivverzinsung nach unten.“⁵⁵

Laut der *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ)* hielten „(...) die Zentralbanken in den fortgeschrittenen Ländern angesichts ungewöhnlich niedriger Inflationsraten sehr lange die Leitzinsen niedrig (...)“. Man begründete „diese Politik der niedrigen Zinsen (...)“ in den Vereinigten Staaten damit, „(...) dass eine Deflation die inzwischen hoch verschuldeten Haushalte und Unternehmen stark belasten würde.“ Im Spiegel der Finanzkrise schrieb dazu die *BIZ*: „Es ist nicht ausgeschlossen, dass der Abbau der Kreditblase nach einer vorübergehend höheren Inflation in eine Deflation mündet, die – insbesondere angesichts des hohen nominalen Ausgangsniveaus an Schulden – schwer zu bewältigen sein könnte. Aufgrund derartiger Überlegungen machen sich nicht zuletzt in den USA manche für einen besonders energetischen Einsatz der geldpoliti-

⁵⁴ Die Welt der Leitzinsen im Überblick: Online im Internet 04.06.2011

⁵⁵ Vgl. Glebe, D. 2008, S. 112 f.

schen Lockerung als ‘Versicherung’ gegen eine solche wenig wahrscheinliche, aber sehr kostspielige Entwicklung stark.“⁵⁶

„Die niedrigen Zinsen hätten nicht, wie theoretisch zu erwarten, zu einer Abwertung der Währung dieser fortgeschrittenen Länder geführt, weil die „aufstrebenden Volkswirtschaften“ gegen eine Aufwertung ihrer Währung intervenierten.“ 2003 und dem Jahr darauf kaufte Japan rund 300 Milliarden US-Dollar, China zog 2007 mit 460 Milliarden US-Dollar nach, so dass sich die Währungsreserven der beiden Länder „(...) auf jeweils mindestens 1 Billion US-Dollar“ aufstocken. Um den Kurs der japanischen Währung *Yen* niedrig zu halten und damit Export zu fördern, „(...) hält Japan den Leitzins seit Jahren sehr niedrig (...)“. Investoren nutzen diese Tatsache, „(...) um in Japan billige Kredite aufzunehmen und damit anderswo Vermögenswerte aufzukaufen.“ In der Folge führte dies „(...) zusammen mit Finanzmarktinnovationen zu den hohen Vermögenspreisen (...)“, die einer niedrigen Effektivverzinsung entsprechen, und somit die langfristigen Zinssätze niedrig hielt. Bis Mitte 2004 festigte sich die US-Konjunktur so, „(...) dass die US-Zentralbank *Fed* daran ging, den Leitzins anzuheben (...)“. Doch führte die Anhebung des Leitzinses „(...) nicht, wie beabsichtigt, auch zu einem Anstieg der langfristigen Zinssätze, so dass sich die Immobilienhausse fortsetzte.“⁵⁷

Aufgrund der „(...) Eingriffe in den Devisenmarkt (...)“ führender Industrieländer wurde verhindert, „(...) dass die globalen Waren- und Kapitalströme ins Gleichgewicht kamen, was zu einem globalen Ungleichgewicht in den Zahlungsbilanzen (...)“ jener Länder führte.⁵⁸

Globale Ungleichgewichte in den Zahlungsbilanzen führender Industrieländer

„Eines der wohl eklatantesten Probleme im Zusammenhang mit der Zahlungsbilanzproblematik, ist die Tatsache, dass die USA über Jahrzehnte hinweg ein massives Leistungsbilanzdefizit aufgebaut haben.“⁵⁹ Aufgrund eines „(...) ausgeprägten Importüberschuss der USA (...)“, was „(...) bedeutet, dass die Leistungsbilanz einen starken Nega-

⁵⁶ Vgl. BIZ, 2008, S.167f. sowie Glebe, D. 2008, S. 113

⁵⁷ Vgl. Glebe, D. 2008, S. 113f.

⁵⁸ Vgl. Terliesner, S. 2008 S.12-16 sowie Springub F. 2010, S.13

⁵⁹ KfW Research *Globale Ungleichgewichte*: Online im Internet 2009 23.05.2011, S.6 sowie Springub F. 2010, S.13

tivsaldo ausweist (...)“, kam dieses Defizit zu Stande, welches außerdem „(...) mit erheblichen Nettokapitalimporten einhergeht.“ Als Gegenspieler „(...) muss es natürlich auch Exportüberschüsse geben, damit Nettokapitalimport finanziert werden kann.“ Vorwiegend wurde das in der Vergangenheit von „(...) erdölexportierenden und asiatischen Ländern (...)“ realisiert, „(...) die durch ihre Exporte in großem Umfang Devisenreserven angehäuft haben (...)“. ⁶⁰

Wird, wie in den USA die Importnachfrage über Kredite finanziert, funktioniert diese Vorgehensweise, andernfalls sind „diesem Mechanismus jedoch Grenzen gesetzt (...)“. So konnte auf Grundlage der expansiven „(...) Geld- und Fiskalpolitik von 2000 bis 2003(...)“ „(...) die Importnachfrage kontinuierlich gesteigert (...)“. ⁶¹ Eine Kettenreaktion „(...) führte dazu, dass Länder wie etwa China immense Devisenreserven anhäuf- ten“, diese in einem weiteren Schritt wiederum „(...) in verschiedenste *Assetklassen* ⁶² angelegt (...)“ wurden, was in „(...) einer *Asset-Price-Inflation* ⁶³ bei US-Staatsanleihen oder Aktien (...)“ mündete. ⁶⁴ „Dasselbe Phänomen konnte auch auf dem Immobilienmarkt der USA beobachtet werden, wobei hier der Impuls vom US-Bürger ausging.“ ⁶⁵

Die Ausweitung der Kreditvergabe

„Nach dem Platzen der *Dotcom-Blase* war das Vertrauen in die Aktienmärkte seitens der US-Bürger eher gering, weshalb viele Anleger alternative Anlagemöglichkeiten suchten.“ ⁶⁶ In diesem Zusammenhang „(...) wurden Immobilien als Anlage- und Wertsteigerungsinstrument ab dem Jahr 2000 wieder zunehmend attraktiver.“ ⁶⁷

⁶⁰ Vgl. Deutsche Bundesbank Weber, A.A. *Globale Ungleichgewichte*: Online im Internet 2007, S. 8ff. 23.05.2011, S.10 sowie Springub F. 2010, S.13

⁶¹ Vgl. Sachverständigenrat *Globale Ungleichgewichte*: Online im Internet S.125 23.05.2011 sowie Springub F. 2010, S.13

⁶² Unter einer Assetklasse versteht man einen bestimmten Bereich von Anlageobjekten, in die man Geld investiert. Beispiele für Assetklassen sind Aktien, Investmentfonds, Rentenpapiere und Immobilien.

⁶³ Die Preise für Immobilien und Finanzaktiva steigen stärker an als der Index der Konsumentenpreise, was letztlich immer als Folge einer zu starken Vermehrung der Geldmenge eingeschätzt wird.

⁶⁴ Vgl. Hans Böckler Stiftung *Finanzkrise: Online im Internet* 23.05.2011, S.12 sowie Springub F. 2010, S.13

⁶⁵ Sachverständigenrat *Globale Ungleichgewichte*: Online im Internet S.125 23.05.2011 sowie Springub, F. 2010 S.13

⁶⁶ Bloss, M./Eil, N./Ernst, D./Häcker, J. 2009 S.15 sowie Springub, F. 2010 S.14

⁶⁷ Vgl. KfW Research *Ende des Booms an den US-Immobilienmärkten*: Online im Internet 2006 23.05.2011 sowie Ulm, A. 2009, S.3

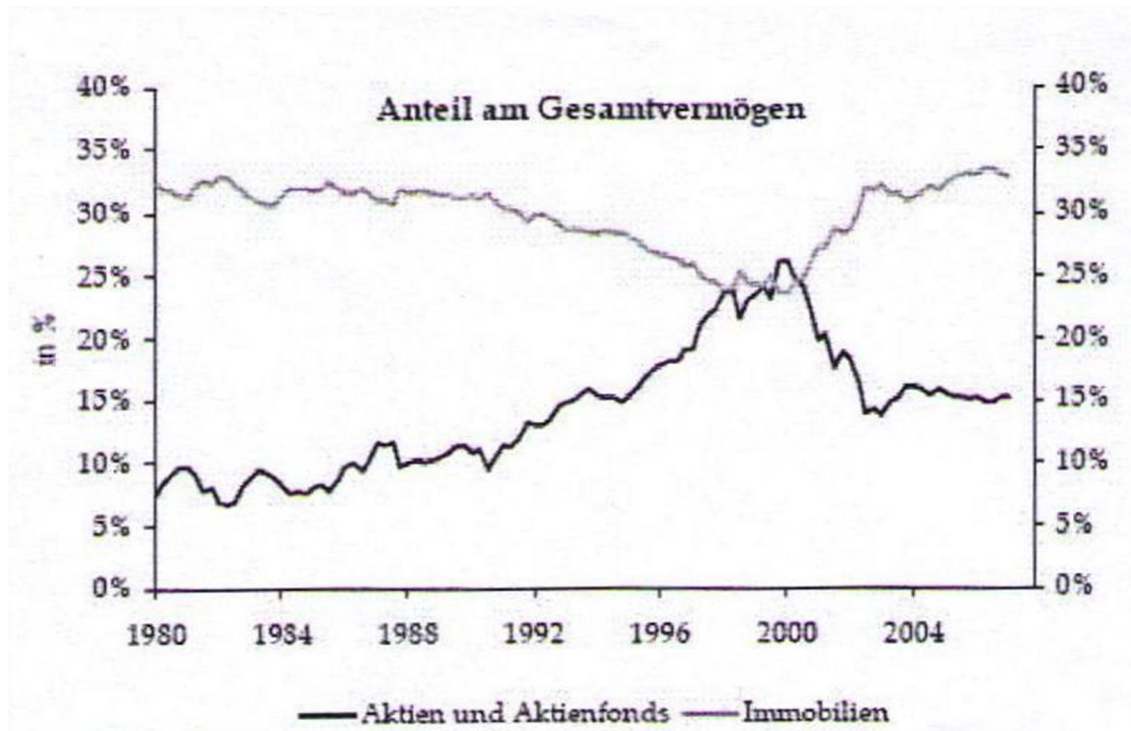


Abbildung 2: Das Immobilienvermögen ist wichtiger als das Aktienvermögen⁶⁸

„Das niedrige Zinsniveau steigerte dabei insgesamt die Nachfrage nach Immobilien und somit nach Krediten.“⁶⁹ „Die US-Amerikaner begannen im großen Umfang Häuser zu bauen“ oder zu kaufen und dann zu verkaufen.⁷⁰ „Der Neubau von Einfamilienhäusern nahm im Vergleich zu 2001 um 50% zu und lag im Jahr 2005 bei ca. 1,8 Millionen pro Jahr.“⁷¹

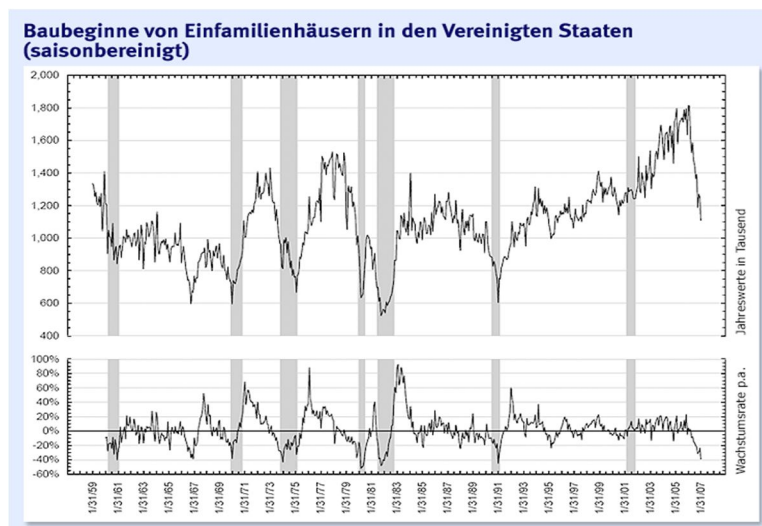


Abbildung 3: Entwicklung der Neubauten von Einfamilienhäusern in den USA⁷²

⁶⁸ Ulm, A. 2009, S.X

⁶⁹ Fehr, B. *Der Weg in die Krise* in FAZ vom 17.03.2008 sowie Springub, F. 2010 S.14

⁷⁰ Vgl. Bloss, M./Eil, N./Ernst, D./Häcker, J. 2009, S.15 sowie Ulm, A. 2009, S.3

⁷¹ Ulm, A. 2009, S.3

„Während 1990 ca. 3,7 Millionen Einfamilienhäuser den Besitzer wechselten, wurden im Jahr 2005 8,3 Millionen Hausverkäufe registriert.“⁷³ „Jeder fünfte Hauskauf wurde in Hoffnung auf Spekulationsgewinne als reine Finanzinvestition getätigt.“⁷⁴

Das niedrige Zinsniveau veranlasste die US-Bürger außerdem, bestehende Hypotheken abzulösen, in dem sie neue Kredite zu günstigeren Zinssätzen aufnahmen. „Die Tatsache, dass viele Altkredite in den USA abgelöst wurden, liegt daran, dass in den USA jederzeit Festzins-Hypotheken ohne Zahlung eines Strafzinses vorzeitig gekündigt werden können.“ In der Folge erhöhte „(...) sich die Nachfrage nach Hypothekenkrediten schließlich um ein Vielfaches (...).“⁷⁵

Die steigende „(...) Nachfrage nach Immobilien (...)“ bescherte den Immobilienpreisen in den USA einen Schub in ungeahnte Höhen und folglich immensen Bedeutungszuwachs der „(...) Immobilien als Kreditsicherheiten.“ „Die Banken nutzten diese Entwicklung, um den Schuldnern Zusatzkredite zu gewähren.“ Darüber hinaus gewährten sie, getrieben von Habgier und Geldsucht, „(...) Kunden mit schlechter Bonität (...)“ Kredite. Sie wiegten sich in Sicherheit, da bei steigenden Immobilienpreisen „(...) im Falle einer Zahlungsunfähigkeit die Immobilie zu einem höheren Marktwert verkauft werden“ könne. Zum einen „(...) waren die Banken bei steigenden Preisen abgesichert (...)“, zum anderen glaubten Schuldner daran, „(...) im Notfall ihr Haus mit Gewinn weiterverkaufen zu können.“ Infolgedessen spezialisierten sich einige Banken „(...) auf zweitklassige Hypothekarkredite, sogenannte *Subprime Loans*.“⁷⁶

⁷² Frankfurter Allgemeine *Was ist los am Subprime-Markt?*: Online im Internet 04.06.2011

⁷³ Köhler, W. 2008, S.17 sowie Ulm, A. 2009, S.3

⁷⁴ Ulm, A. 2009, S.3

⁷⁵ Vgl. Fehr, B. *Der Weg in die Krise* in FAZ vom 17.03.2008 sowie Springub, F. 2010 S.14

⁷⁶ Vgl. Glebe, D. 2008, S. 114

Subprime – Markt

„Als Subprime-Markt wird der Teil des privaten Hypothekenmarktes genannt, dessen Kreditnehmer überwiegend aus Personen mit geringer Bonität bestehen.“⁷⁷ Diese sogenannten *Subprime Schuldner* werden „(...) in der Literatur auch mit dem Akronym *NINJA* (...)“ – *no income, no job, no assets* bezeichnet.⁷⁸

„Die Bonität berechnet sich einerseits anhand des Verhältnisses zwischen Brutto-Einkommen und den gesamten Schulden, die der Kreditnehmer aufnehmen möchte“. Es ergibt sich der so genannte „*debt-to-incom-ratio*“, der „(...) 45% des Brutto-Einkommens nicht überschreiten“ darf. „Ebenso ist der „*loan-to-value-ratio*“, der Auskunft über den Eigenkapitaleinsatz gibt und mindestens 10% betragen muss, Kriterium für die Kategorisierung des Kreditnehmers.“ In der Folge „(...) ergibt sich daraus ein *Rating (credit score)*“, wobei ein bei einer errechneten Punktzahl von unter 620, „(...) von einem *subprime loan – suboptimale Kreditvergabe*“ spricht.⁷⁹

„Kreditnehmer mit geringer Bonität erhalten zinsvariable Kredite, also Hypotheken mit flexibler Verzinsung, sogenannte *ARM – adjustable rate mortgage*.“ Das bedeutet, wenn „(...) die Zentralbanken ihre Zinssätze für Immobilienkredite (...)“ erhöhen, „(...) hebt auch die Bank den geschuldeten Zins an.“ Aufgrund vertraglicher Vereinbarungen sind die Banken zudem bevollmächtigt, die Zinsen anzupassen.⁸⁰

Als es im Jahr 1999 aufgrund unzureichender „(...) Richtlinien bei der Kreditvergabe und der Niedrigzinspolitik (...)“ der *Fed* „(...) zu einem Überangebot an *billigem Geld* (...)“ kommt, führte das dazu, „(...) dass auch an bonitätsschwache Interessenten Kredite vergeben (...)“ wurden.⁸¹ „Ein kleiner und unbedeutender Markt im Bereich der Immobilienfinanzierung vergrößerte sich innerhalb von einigen Jahren der Subprime – Markt um ein Vielfaches.“⁸²

⁷⁷ Wikipedia *Subprime-Markt*: Online im Internet 23.05.2011 sowie Steinbrenner, P. 2009, S.3

⁷⁸ Vgl. Springub, F. 2010 S.14

⁷⁹ Vgl. Wikipedia *Subprime-Markt*: Online im Internet 23.05.2011 sowie Steinbrenner, P. 2009, S.3

⁸⁰ Vgl. Spiegel Online *Der große Crash*: Online im Internet 23.05.2011 sowie Steinbrenner, P. 2009, S.3

⁸¹ Vgl. Spiegel Online *Der große Crash*: Online im Internet 23.05.2011 sowie Steinbrenner, P. 2009, S.3

⁸² Wirtschaftswoche Stroisch, J./Jeimke-Karge, H./Brück, M. *Finanzkrise: Vom Immobilienboom zum Börsen-Crash*: Online im Internet, 2009, 23.05.2011 sowie Steinbrenner, P. 2009, S.3

Da der sogenannte *Prime-Markt*, der Kreditnehmer mit erstklassigem Rating beinhaltet, „(...) weitgehend bedient war, konzentrierten sich die US-Hypothekenfinanzierer (...)“ verstärkt „(...) auf den Subprime-Markt (...)“, um durch die Vergabe weitere Kredite „(...) hohe Zinsgewinne erwirtschaften zu können.“ „Die Absicherung ist die zu erwartende Wertsteigerung der Immobilie, die als Hypothek und im Fall der Ratenaussetzung als Garantie für die Bank gilt.“⁸³

Die Kreditvergabepraxis in den USA sieht vor, „(...) dass sich die Haftung des Kredites (...)“ und somit des Kreditnehmers „(...) auf Haus und Grundstück beschränkt, *no recourse loan*.“ Im Umkehrschluss haftet der Kreditnehmer „(...) nicht mit seinem Privatvermögen (...)“. In diesem Zusammenhang verwundert es nicht, dass es für die Banken nebensächlich ist, „(...) Einkommen oder Eigenkapital der Kreditnehmer zu überprüfen.“ Da im Gegenteil dazu machen sie „(...) attraktive Angebote, bei denen sie die bonitätsschwachen Kreditnehmer mit geringer festverzinslicher Tilgung locken, diese sogar stunden, sie dann aber vertraglich nach einigen Jahren zu variablen Zinssätzen umwandeln.“ Aufgrund dessen, dass „(...) die variablen Zinssätze in den USA in den letzten Jahren stetig gestiegen sind (...)“, waren bonitätsschwache Kreditschuldner nicht in der Lage ihre Zinsen zu zahlen und mussten „(...) ihre Häuser zwangsvollstrecken lassen.“⁸⁴

Die Verbriefung von US-Hypothekenkrediten

„Das Ausfallrisiko der Subprime-Kreditnehmer ist enorm hoch“. Die Banken lösen dieses Problem, „(...) indem sie die Darlehensforderungen und die darin enthaltenen Hypothekendarlehen an sogenannte *Special Purpose Vehicle (SPV)* übertragen (...)“, um nicht selbst Eigenkapital für die Absicherung der Kredite hinterlegen zu müssen. Die *SPV's* stellen „(...) eine rechtlich unabhängige Zweckgesellschaft (...)“ dar und sind „(...) nicht daran gebunden, Eigenkapital für das Risiko zu unterlegen.“ In der Folge kann „(...) die Bank unbegrenzt Immobiliendarlehen vergeben (...)“, „(...) da eine Un-

⁸³ Vgl. Forschungsinstitut für Neue Alterssicherungssysteme und Rechtsbiometrik *Finanzkrise Ursachen – Folgen – Konsequenzen für die Zukunft*: Online im Internet 2008, 23.05.2011 sowie Steinbrenner, P. 2009, S.4

⁸⁴ Vgl. Forschungsinstitut für Neue Alterssicherungssysteme und Rechtsbiometrik *Finanzkrise Ursachen – Folgen – Konsequenzen für die Zukunft*: Online im Internet 2008, 23.05.2011 sowie Steinbrenner, P. 2009, S.4

terlegung des Eigenkapitals durch die Weitergabe an das *SPV* entfällt.“⁸⁵ Außerdem konnte auf diese Weise das notwendige Kapital für immer neue Kredite beschafft werden.⁸⁶

„Der Kreditmarkt ist ein wesentlicher Bestandteil der globalen Finanzmärkte“. Wenn Kredite auf dem Kreditmarkt in Wertpapiere umgewandelt werden, nennt man diesen Prozess *Verbriefung*. Betrachtet man den Verbriefungsprozess ökonomisch, birgt die Umwandlung von Krediten in Wertpapiere den entscheidenden Vorteil, dass Wertpapiere „(...) auf einem großen Kapitalmarkt gehandelt werden können, dem sogenannten *Markt für Kreditrisikotransfer*.“⁸⁷ „Kredite werden im Rahmen des Verbriefungsprozesses in sogenannte *Bonds*, also Anleihen, umgewandelt. Bei einem typischen *Bond* handelt es sich um ein Wertpapier, das an die Anleger in regelmäßigen Abständen einen vereinbarten Zinssatz oder einen Coupon bezahlt.“ Zum Ende der Laufzeit eines *Bonds*, „(...) wird sein Nominalwert an den Investor zurückbezahlt.“ Zwar werden *Bonds* „(...) auf dem Kreditmarkt von verschiedenen Institutionen herausgegeben (...)“, allerdings unterscheiden sie „(...) sich in ihrer Kreditwürdigkeit teilweise erheblich voneinander (...)“. Es ist also entscheidend „die Kreditwürdigkeit des Emittenten (...)“ zu berücksichtigen, „(...) um das Ausfallrisiko eines *Bonds* einschätzen zu können.“ Eine „(...) Bewertung dieses Risikos (...)“ nehmen dabei sogenannte *Ratingagenturen* vor, zu denen vor allem *Moody's*, *Standard&Poor's (S&P's)* und *Fitch Ratings* als weltweit bekannteste Vertreter zählen. „(...) Zur Darstellung des Ausfallrisikos eines *Bonds* (...)“ behelfen sich die Agenturen mit Hilfe unterschiedlicher Skalen, die sich allerdings von Ratingagentur zur Ratingagentur unterscheiden können. „So wird das beste Bond Rating bei *Moody's* mit *Aaa*, bei *S&P's* hingegen mit *AAA* bezeichnet.“ Grundlage für „die Bewertung der Bonds, die für potenzielle Investoren als Orientierungsmaßstab bei der Risikoeinschätzung von Geldanlagen (...)“ dienen, sind dabei „(...) mathematische Modelle, Marktinformationen und Erfahrungswerte.“⁸⁸

„Die Idee der Verbriefung entstand in den 1960er Jahren im amerikanischen Immobilienbereich im Zuge der Privatisierung des amerikanischen Immobilienfinanzierers *Fan-*

⁸⁵ Vgl. Forschungsinstitut für Neue Alterssicherungssysteme und Rechtsbiometrik *Finanzkrise Ursachen – Folgen – Konsequenzen für die Zukunft*: Online im Internet 2008, 23.05.2011 sowie Steinbrenner, P. 2009, S.4

⁸⁶ Vgl. Glebe, D. 2008, S. 114

⁸⁷ Münchau, W. 2008, S.73 sowie Peinemann, B. 2010, S.14

⁸⁸ Vgl. Münchau, W. 2008, S.81ff. sowie Peinemann, B. 2010, S.14

nie Mae“. *Fannie Mae* und sein direkter Konkurrent *Freddie Mac* sorgen dafür, dass „(...) genügend Liquidität für Hypotheken zur Verfügung (...)“ steht. In diesem Zusammenhang emittieren sie die zuvor aufgekauften Hypotheken als sogenannte *Mortgage Backed Securities (MBS)*, bei denen „(...) es sich um anleiheähnliche Wertpapiere (...)“ handelt, „(...) die durch die Hypotheken abgesichert sind.“⁸⁹

Da man auf diese Weise die gesetzlichen Vorgaben umgehen konnte, beschränkt „(...) sich die Verbriefung von Krediten in den USA (...)“ seit Mitte der 1980er Jahre „(...) nicht mehr ausschließlich auf Hypothekenforderungen, sondern es wurden zunehmend auch andere Vermögenspositionen und Ansprüche verbrieft und somit handelbar gemacht.“ Im Rahmen dieser Entwicklungen bildete sich eine „(...) neue Wertpapierkategorie der *Asset Backed Securities (ABS)* heraus, die neben den *Mortgage Backed Securities (MBS)* alle denkbaren Verbriefungen von *Assetpool* umfasst, so etwa Pools bestehend aus Konsumentenkrediten und Kreditkartenforderungen, Automobilfinanzierungen oder Leasingforderungen.“⁹⁰

Im folgenden Abschnitt möchte ich nun den Verbriefungsprozess im Einzelnen vorstellen?

„Der Prozess der Verbriefung funktioniert bei allen ABS-Transaktionen nach dem gleichen Grundprinzip.“ Im ersten Schritt stellt der sogenannte *Originator*, was beispielsweise eine Hypothekenbank sein kann, ausgewählte Forderungen wie zum Beispiel Hypothekenkredite, „(...) zu einem Pool zusammen.“ In einem weiteren Schritt „(...) veräußert der Originator (...)“ den Forderungspool „(...) an eine Zweckgesellschaft (*Special Purpose Vehicle SPV*), die zuvor ausschließlich zum Zweck des Ankaufs der Forderungen gegründet worden ist.“⁹¹ Wie schon eingangs aufgezeigt, muss die Bank bei ihm „(...) Weiterverkauf eines verbrieften Kredits (...)“ keine Mindestreserve für selbige in mehr halten. Natürlich muss jene Bank, die Käufer des verbrieften Kredites ist, „(...) die international übliche Mindestreserve von 8% vorhalten“, da besagte Kredite nun aber „(...) in die ganze Welt verkauft wurden, standen die Reserven der Welt für Kredite (...)“ am „(...) US-Immobilienmarkt zur Verfügung.“ Diese „(...) gewaltige Ausweitung des Kreditvolumens (...)“ am US-Immobilienmarkt, liegt nicht zuletzt darin begründet, dass auch „(...) Nicht-Banken wie Hedgefonds oder Zweckgesellschaften gar

⁸⁹ Vgl. Münchau, W. 2008, S.99 sowie Peinemann, B. 2010, S.14f.

⁹⁰ Vgl. Rudolph, B. 2007, S.39 sowie Peinemann, B. 2010, S.15

⁹¹ Vgl. Rudolph, B. 2007, S.41 sowie Peinemann, B. 2010, S.15

keiner Mindestreservepflicht unterliegen, wenn sie diese Papiere kaufen.“⁹² Nachdem die Zweckgesellschaft in einem dritten Schritt den erworbenen Forderungspool verbrieft hat, emittiert sie „(...) die *ABS* über ein Bankenkonsortium am Kapitalmarkt.“ Zudem können abhängig vom konkreten Programm „(...) auch noch Treuhänder und externe Sicherungsgeber in den Verbriefungsprozess mit einbezogen werden.“ „(...) Institutionelle oder private Anleger (...)“ beenden als Investoren die Verbriefungskette. Die Zweckgesellschaft emittieren selbst Wertpapiere, die über den Kreditpool abgesichert sind, damit sie das Kapital aufbringen können, „(...) um den Ankauf des Kreditpools zu finanzieren.“⁹³

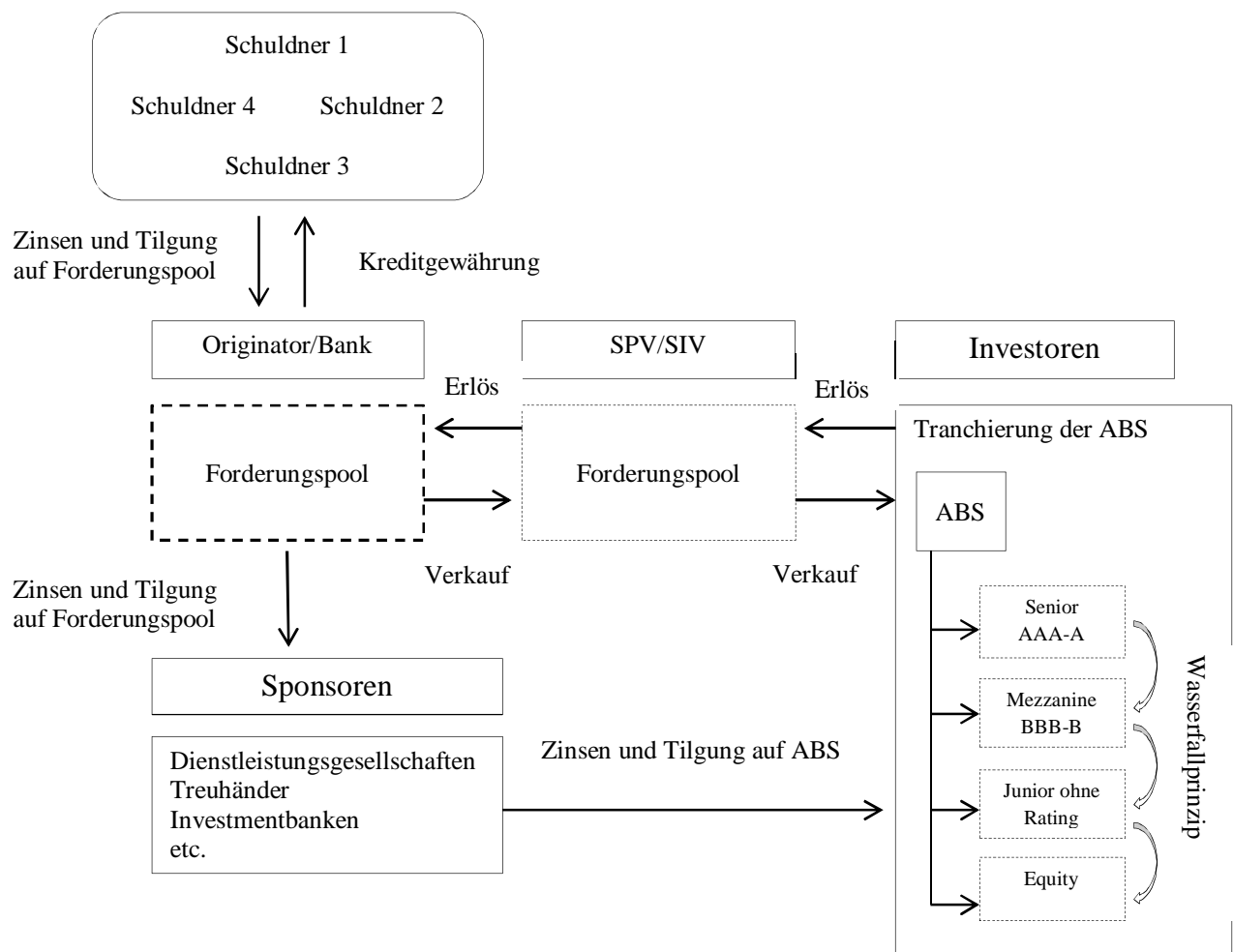


Abbildung 4: Verbriefungsprozess⁹⁴

⁹² Glebe, D. 2008, S.114f.

⁹³ Vgl. Rudolph, B. 2007, S.41 sowie Peinemann, B. 2010, S.15

⁹⁴ Terliesner, S. 2008, S.12-16 sowie Springub, F. 2010 S.20

„In Abhängigkeit von der Rechtsstellung der Zweckgesellschaften erwerben die Käufer der ABS entweder unmittelbar Miteigentumsanteile an den verbrieften Forderungen, so dass die Zweckgesellschaft nur als Durchleitstelle für die sich aus den Krediten ergebenden Zahlungsströme fungiert, oder die Käufer erwerben lediglich (Zahlungs-) Ansprüche an die Zweckgesellschaften.“⁹⁵ „Im zweiten Fall kann die Zweckgesellschaft im Rahmen der Tranchenbildung ein aktives Management der Zahlungsströme betreiben“, wobei bei der Tranchierung eines Assetpools „(...) mehrere Klassen oder Tranchen von Wertpapieren mit unterschiedlichem Risikoprofil emittiert“ werden. Auf Grundlage des *Wasserfall- oder Subordinationsprinzips* werden „(...) die eingehenden Zahlungen aus dem Forderungspool (...)“ von der Zweckgesellschaft „(...) zunächst dazu verwandt, die oberste Risikoklasse (*Senior Tranche*) zu bedienen.“ Erst wenn die *Senior Tranche* vollständig bedient worden ist, sind „(...) die beiden nachrangigen Tranchen, die sogenannten *Mezzanine- und Equity-Tranchen* (...)“, an der Reihe.⁹⁶

Ist der Forderung will nun mit Zahlungsausfällen konfrontiert, betrifft das zunächst die *Equity-Tranche*, später „die *Mezzanine-Tranche* und schließlich die *Senior-Tranche*“. „Bei einer öffentlichen ABS-Emission erhalten die potenziellen Investoren nur begrenzte Informationen über die Qualität der Kreditpools“, da „Persönliche Daten der Schuldner oder Details der Forderungen“ im Verbogenen bleiben und sie „lediglich Informationen über die Forderungsart, die Laufzeit, die Anzahl und die durchschnittliche Höhe der Forderungen“ erhalten.⁹⁷

„(...) Nach einem vierstufigen Schema (...)“ werden *Asset Backed Securities* geratet. Zuerst beauftragt der Originator „(...) bei einer oder mehreren Ratingagenturen die Erstellung eines Ratings.“ „Die Ratingagenturen stellen daraufhin auf der Basis spezifischer mathematischer Modelle quantitative Analysen an und emittieren auf diese Weise die Wahrscheinlichkeitsverteilung der *Cashflows des Assetpools*.“ Weiterhin wird das Rating in einer qualitativen Prüfungsphase „(...) um mögliche Rechtsrisiken, Dokumentationsrisiken, Prozessrisiken oder anderweitige operative Risiken ergänzt.“ Zum Schluss hat ein Ratingkomitee das letzte Wort „(...) über die Festlegung des ABS-Ratings.“⁹⁸

⁹⁵ Rudolph, B. 2007, S.44 sowie Peinemann, B. 2010, S.15f.

⁹⁶ Vgl. Rudolph, B. 2007, S.51 sowie Peinemann, B. 2010, S.16

⁹⁷ Vgl. Rudolph, B. 2007, S.42 sowie Peinemann, B. 2010, S.16

⁹⁸ Vgl. Rudolph, B. 2007, S.42 sowie Peinemann, B. 2010, S.16

„Vor dem Beginn der Finanzkrise wurde die *Senior-Tranche* von den Ratingagenturen oft mit dem höchsten Rating (z.B. AAA bei S&P's) bewertet, dass normalerweise nur den vermeintlich besonders sicheren Staatsanleihen Deutschlands oder der USA vorbehalten ist.“ Im Vergleich zu den „(...) Staatspapieren werfen die obersten Tranchen jedoch eine höhere Rendite ab.“ Aufgrund des hohen Ausfallrisikos, weil erst die *Equity-Tranche* „(...) von allen drei Tranchen die höchste Rendite (...)“ auf. „Dieser Umstand macht die *Equity-Tranche* (...)“ vor allem für spekulative Anleger und Investoren besonders attraktiv.⁹⁹ Ob eine Tranche ein sehr gutes oder nur ein gutes Rating erhält, kann seitens der „(...) Managern der Zweckgesellschaft maßgeblich beeinflusst werden.“ Grundlage dafür ist das *Prinzip der Überabsicherung*. „Hinter jeder Tranche verbirgt sich eine bestimmte Anzahl von Krediten, der sogenannte Kreditpool. Um das Risiko einer bestimmten Tranche zu reduzieren und auf diese Weise ein besseres Rating zu erhalten, können die Manager die Anzahl der Kredite erhöhen, die als Sicherheiten hinter einer Tranche stehen.“ Folglich stellen wir fest: „Je mehr Sicherheiten (Kredite) den einzelnen Tranchen zugrunde gelegt werden (...)“, das eine positive Auswirkung auf das Rating hat.¹⁰⁰

„Die Zinszahlungen und Tilgungen der *ABS* sind direkt oder indirekt vom Zahlungsstrom der zugrundeliegenden Assets abhängig.“ Ein sogenannter *Service Agent* sorgt dafür, dass bei den Investoren auch regelmäßig dieser Zahlungsstrom ankommt. Dabei übernimmt er vielfältige Aufgaben wie beispielsweise „(...) die Debitorenbuchhaltung, das Mahnwesen und die termingerechte Weiterleitung der Zahlungseingänge an den Treuhänder.“¹⁰¹ Unabhängig davon wird zusätzlich „(...) die Einhaltung der Verträge und die korrekte Verteilung der Zahlungsströme“ von einer „(...) Wirtschaftsprüfungsgesellschaft oder eine Rechtsanwaltskanzlei als unabhängiger Treuhänder (...)“ überwacht. „Außerdem ist der Originator bei der Strukturierung der Emission auf die Mithilfe einer Investmentbank angewiesen, die die Emission vorbereitet, begleitet und zudem an der Einrichtung der Zweckgesellschaft beteiligt ist.“¹⁰² Schließlich kann „(...) das Kreditrisiko des Assetpools (...)“ für den Anleger durch eine sogenannte *Sicherheitenverstärkung* deutlich reduziert werden, indem „(...) der Forderungsverkäufer (Originator) zum Beispiel selbst als Sicherungsgeber (...)“ auftritt, wobei „(...) er entweder einen Reser-

⁹⁹ Vgl. Münchau, W. 2008, S.105 sowie Peinemann, B. 2010, S.16

¹⁰⁰ Vgl. Münchau, W. 2008, S.106 sowie Peinemann, B. 2010, S.16f.

¹⁰¹ Vgl. Rudolph, B. 2007, S.42 sowie Peinemann, B. 2010, S.17

¹⁰² Vgl. Rudolph, B. 2007, S.43 sowie Peinemann, B. 2010, S.17

vefonds für mögliche Zahlungsausfälle bildet, oder sich bereit erklärt, einen Teil der ausfallenden Forderungen zurückzukaufen.“¹⁰³ Abschließend stellt sich die Technik der Verbriefung als einen überaus komplexer Prozess heraus, „(...) in den sehr unterschiedliche und überaus spezialisierte Akteure eingebunden sind.“¹⁰⁴

Zusammenfassend gilt: „Bei einer *ABS* handelt es sich um ein mit Krediten besichertes Wertpapier (...)“, dass in einem regelmäßigen Zeithorizont „(...) einen bestimmten Zinssatz an die Anleger bezahlt.“ Handelt es sich bei den zugrundeliegenden Krediten um Hypotheken, spricht man von einer *MBS*, die „(...) eine spezielle Form einer *ABS* (...)“ darstellt. Im Rahmen der Finanzkrise spielt allerdings neben *ABS* und *MBS* „(...) auch noch die sogenannten *besicherte Schuldverschreibung (Collateralized Debt Obligation CDO)* eine wichtige Rolle“, bei der „(...) es sich im Kern um eine Weiterentwicklung der Verbriefung“ handelt.¹⁰⁵ „Im rechtlichen Sinne handelt es sich bei einer *CDO* um eine Firma (Zweckgesellschaft), im ökonomischen Sinne um ein Instrument. Denn mit dem Begriff der *CDO* wird einerseits ein Wertpapier im Kreditmarkt bezeichnet, das Pools von Krediten bündelt und in Wertpapiere verschiedener Güteklassen umformt, andererseits meint *CDO* aber auch die Zweckgesellschaften, die von den Investmentbanken etabliert werden, mit dem Ziel, *CDOs* auf den Markt zu bringen.“¹⁰⁶

Im Vergleich zu einer *ABS/MBS* kauft „(...) eine *CDO* nicht direkt einen Pool von Hypotheken (...)“ ein, sondern erwirbt bereits verbriefte Kredite, wie zum Beispiel *MBS*.¹⁰⁷ „Die Käufer von *MBS* fassen dann die *mezzaninen Tranchen* der *MBS* mittels einer Zweckgesellschaft zu einer neuen forderungsbesicherten Struktur – eben einer *CDO* – zusammen und emittieren im Anschluss verschiedene *CDO-Tranchen* mit unterschiedlichem Risikoprofil, die von den Ratingagenturen bewertet werden.“ Wie eingangs schon bei den *ABS* beschriebenen, werden Zahlungsausfälle bei einer *CDO* „(...) zunächst durch die *Equity-Tranche* (...)“ kompensiert, die in der Regel „(...) beim Erzeuger der *CDO* verbleiben sollte, im Vorfeld der Finanzkrise aber nicht selten auch an risikoreiche Investoren wie Investment-, Hedge- und Pensionsfonds weiterverkauft

¹⁰³ Vgl. Rudolph, B. 2007, S.46 sowie Peinemann, B. 2010, S.17

¹⁰⁴ Vgl. Peinemann, B. 2010, S.17

¹⁰⁵ Vgl. Münchau, W. 2008, S.109 sowie Peinemann, B. 2010, S.18

¹⁰⁶ Münchau, W. 2008, S.223 sowie Peinemann, B. 2010, S.18

¹⁰⁷ Vgl. Münchau, W. 2008, S.110 sowie Peinemann, B. 2010, S.18

wurde.“¹⁰⁸ „Dadurch entstand ein Kaskadensystem von Risikoabwälzung, dessen Restrisiken letztlich der Käufer dieser Finanzprodukte trug.“¹⁰⁹

Rechtlich selbstständige Zweckgesellschaften, die ihren Platz „(...) außerhalb der Bilanz ihrer Mutterbank (...)“ fanden und „(...) sich über den Geldmarkt kurzfristig refinanzierten“, waren Käufer der CDO's.¹¹⁰ „Anders als bei den MBS, bei denen Hypotheken als Sicherheiten dienen, sind CDOs also oft einen weiteren Schritt vom ursprünglichen Kreditnehmer entfernt.“ Natürlich gibt es auch bei den CDOs die Möglichkeit, auf Grundlage des „(...) oben beschriebene *Prinzip der Überabsicherung* (...)“, das Rating zu Gunsten der Manager zu beeinflussen. So gelang „(...) es den Zweckgesellschaften vor Ausbruch der US-Subprime-Krise (...)“, „(...) aus einer Gruppe von US-Subprime-Krediten eine vermeintlich sichere Tranche zu kreieren und diese an Investoren zu veräußern.“ Immerhin machte eine Rendite von nicht selten 20 % das Geschäft mit der *Equity-Tranche* einer CDO recht attraktiv.¹¹¹

„Über diese einfache Form einer CDO hinaus gibt es weitere, wesentliche kompliziertere Konstruktionen der Verbriefung. In diesem Kontext lassen sich zum Beispiel sogenannte *synthetische CDOs* anführen, in denen sich das Ausfallrisiko mathematisch kaum noch berechnen lässt, oder CDOs von CDOs (CDO^2), die Tranchen von anderen CDOs kaufen. Es verwundert an dieser Stelle nicht, dass Mathematiker auch noch die dritte Potenz einer CDO entwickelt haben: die CDO^3 .“¹¹² Betrachtet man den Zeithorizont vor Ausbruch der Finanzkrise, führte „die Nutzung dieser finanzmathematischen Konstruktionen (...)“ zu regelrechten Verbriefungsketten, „(...) in denen sich die Distanz zwischen den ursprünglichen Kreditnehmern, deren Kredite zu Wertpapieren verbrieft wurden, und an den Investor zunehmend vergrößerte.“¹¹³

Der Verbriefungsmarkt erreichte in den USA in den Jahren vor der Finanzkrise ungeahnte Ausmaße. Schon um die Jahrtausendwende nahm „(...) das jährliche Emissionsvolumen von Verbriefungen in den USA (...)“ einen Wert von 1,1 Billionen Euro an.

¹⁰⁸ Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung *Agenda für eine neue Finanzarchitektur*: Online im Internet Berlin, 2008, S.810 24.05.2011 sowie Peinemann, B. 2010, S.18

¹⁰⁹ Schwießelmann, C. 2010, S.10

¹¹⁰ Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung *Agenda für eine neue Finanzarchitektur*: Online im Internet Berlin, 2008, S.810 24.05.2011 sowie Peinemann, B. 2010, S.18

¹¹¹ Vgl. Münchau, W. 2008, S.110f. sowie Peinemann, B. 2010, S.18

¹¹² Münchau, W. 2008, S.114 sowie Peinemann, B. 2010, S.18

¹¹³ Vgl. Peinemann, B. 2010, S.19

„Der Gipfel des Verbriefungsbooms wurde in den USA aber im Jahr 2003 mit einem Emissionsvolumen von 2,9 Billionen Euro erreicht - also genau zu jener Zeit, als der US-Leitzins mit 1% unterhalb der Inflationsrate lag.“ Drei Jahre später erreichte auch „(...) das Emissionsvolumen von Verbriefungen (...)“ in Europa „(...) seinen vorläufigen Höhepunkt“ mit 481 Milliarden Euro.¹¹⁴

„Warum wurden derartig komplizierte Konstruktionen von den Investmentbanken genutzt und entwickelt? Münchau gibt dazu eine eindeutige Antwort“:¹¹⁵

„Es gibt so gut wie keine betriebswirtschaftliche Begründung für diese Produkte mit der Ausnahme, dass sie den Investmentbanken, die sie auf den Markt bringen, hohe Gebühren bescherten, im Fall einer *CDO*³ wird gleich viermal eine Kommission verdient – für jede der einzelnen *CDOs* und für die neue künstliche Struktur.“¹¹⁶

Mit dem nun erworbenen Wissen über das Verbriefungsgeschäft und dessen Praxis bei den Investmentbanken möchte ich mich den „(...) Ereignissen auf den weltweiten Finanzmärkten (...)“ seit 2007 weiter zuwenden.¹¹⁷

Zahlungsausfälle der Subprime-Kredite

„Ende 2005 waren die Immobilienpreise auf ein so hohes Niveau gestiegen, dass die Nachfrage stark abnahm, da die Finanzierung nun selbst mit den günstigsten Krediten nicht mehr möglich war.“ In der Folge gingen auch die Preise, „mit einer gewissen, am Immobilienmarkt üblichen Verzögerung (...)“, stark zurück. Mit sinkenden Preisen nahmen die Ausfallquote der Kredite überproportional zu, da die Schuldner „(...) im Fall von Zahlungsschwierigkeiten die Forderungen der Banken nicht mehr durch Umschuldung oder Verkauf (...)“ bedienen konnten, was letztendlich „(...) in Zwangsversteigerungen endete“. Auf diese Weise wurde eine Kettenreaktion ausgelöst, denn das nun steigende „(...) Angebot auf dem Markt bei gleichzeitig sinkender Nachfrage (...)“ ließ die Preise weiter fallen.¹¹⁸ Zudem machten die sinkenden Immobilienpreise „(...)“

¹¹⁴ Vgl. Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung *Verbriefungen: Eine Finanzinnovation und ihre fatalen Folgen*: Online im Internet Berlin, 2008, S.670f. 24.05.2011 Peinemann, B. 2010, S.19

¹¹⁵ Peinemann, B. 2010, S.19

¹¹⁶ Münchau, W. 2008, S.114 Peinemann, B. 2010, S.19

¹¹⁷ Vgl. Peinemann, B. 2010, S.19

¹¹⁸ Krugmann, P.R. 2009, S.194f. sowie Koziel, J. 2010, S.4

Einfamilienhäuser als Spekulationsobjekt für Investoren zunehmend uninteressanter.“ Besonders in Regionen wie beispielsweise Florida, „(...) in denen die Wertsteigerungen während des Immobilienbooms besonders hoch ausgefallen waren (...)“ – 2000 Dollar täglich – „(...) sinken nun die Preise dementsprechend rasant.“¹¹⁹

Ein weiterer Grund für die zunehmenden Ausfallquoten liegt darin, dass die *Fed* den *Funds Rate Note*, also den Marktzins, „(...) seit Juni 2004 17 Mal in Folge (...)“ „(...) um jeweils 0,25% auf 5,25% im Juni 2006 (...)“ erhöhte, und dieses Zinsniveau bis August 2007 beibehielt.¹²⁰

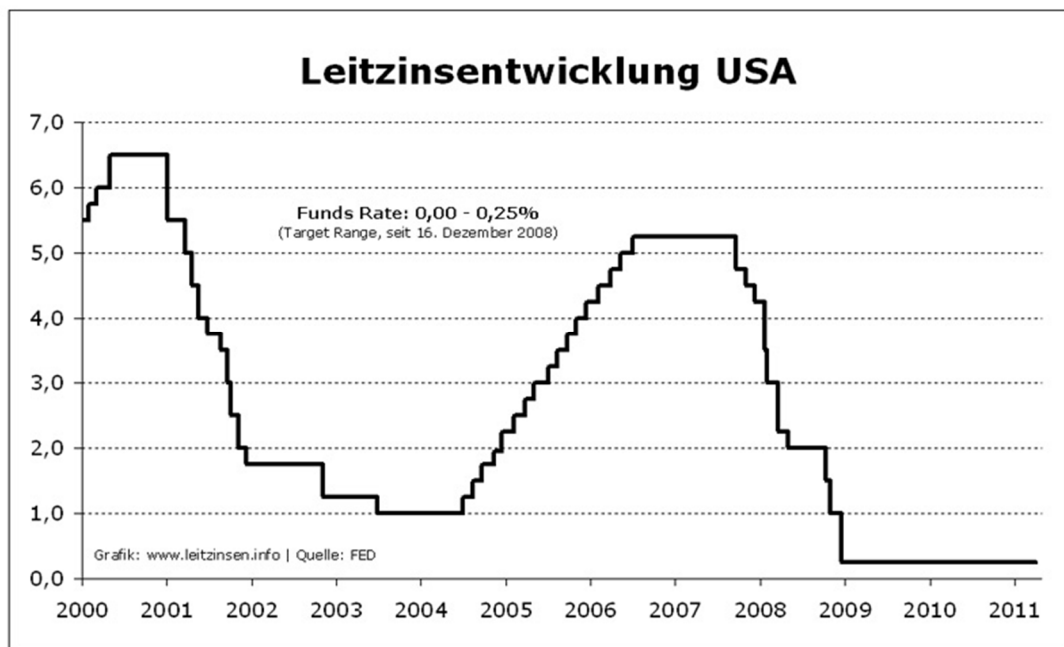


Abbildung 5: Leitzinsentwicklung in den USA¹²¹

„Ziel der Zinserhöhungen war es, die US-Wirtschaft, die sich seit 2001 besser entwickelte als gedacht, nun zu einem nachhaltigen Wachstum mit einer geringen Inflation zu verhelfen.“¹²²

Die „(...) variabel verzinsten Hypothekenkredite (...)“ dominierten das Subprime – Segment im Jahr 2006, ihr Anteil lag bis dato nur bei 91%.¹²³ Variabel verzinslich be-

¹¹⁹ Vgl. FAZ vom 28.12.2007 *Immobilienpreise verschärfen sich* S.12 sowie Ulm, A. 2009, S.9

¹²⁰ Vgl. Bloss, M./Eil, N./Ernst, D./Häcker, J. 2009, S.155 sowie Ulm, A. 2009, S.8

¹²¹ Die Welt der Leitzinsen: Online im Internet 04.06.2011

¹²² Bloss, M./Eil, N./Ernst, D./Häcker, J. 2009, S.155 sowie Ulm, A. 2009, S.8f.

¹²³ Vgl. Bloss, M./Eil, N./Ernst, D./Häcker, J. 2009, S.27 sowie Ulm, A. 2009, S.9

deutet in diesem Zusammenhang, dass „die Zinssätze dieser Kredite (...)“ im halbjährlich oder jährlich Tenor „(...) an einem zugrunde liegenden Index angepasst“ werden.¹²⁴ „Die monatlichen Zahlungsverpflichtungen stiegen nach der Anpassung des Leitzinses schlagartig an und verursachten bei den Kreditnehmern einen regelrechten Zahlungsschock. Die Ratenzahlungen nahmen innerhalb von 3 Jahren von 200 auf 1500 US-Dollar pro Monat zu.“¹²⁵ Die Subprime-Kreditnehmer, die von einer schlechten Bonität geprägt sind, „(...) waren die ersten, die die höheren Monatsraten nicht mehr begleichen konnten“, was dazu führte, dass „eine Refinanzierung ihrer Hypotheken (...)“ „(...) aufgrund steigender Zinsen und sinkender Immobilienpreise ab Mitte 2006 immer schwieriger und ab 2007 unmöglich“ wurde.¹²⁶ „Zudem war ein Verkauf der Immobilie aufgrund des Preisverfalls nur unter hohen Verlusten möglich und letztlich blieben sie auf den Restschulden sitzen.“¹²⁷ In der Folge stieg „das Volumen an Zahlungsausfällen (...)“, Pfändungen und Zwangsversteigerungen im schwer gebeutelten „(...) Subprime-Bereich an Anfang 2006 stark an.“¹²⁸

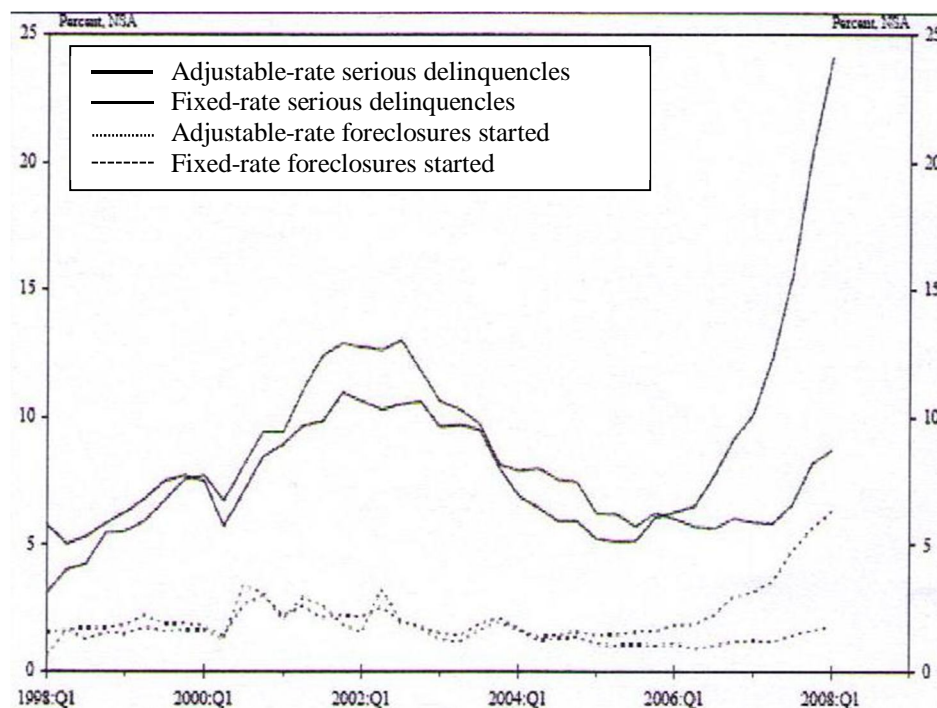


Abbildung 6: Entwicklung Zahlungsrückstände und -ausfälle bei Subprime-Krediten¹²⁹

¹²⁴ Vgl. Bloss, M./Eil, N./Ernst, D./Häcker, J. 2009, S.61 sowie Ulm, A. 2009, S.9

¹²⁵ Hawranek, D./Jung, A./Mahler, A./Reiermann, C./Reuter, W./Steingart, G./Tietz, J. 2007, S.72-87 sowie Ulm, A. 2009, S.9

¹²⁶ Vgl. Sommer, R. 2009, S.104 sowie Ulm, A. 2009, S.9

¹²⁷ Manager Magazin *Kreditkrise: "Das Schlimmste kommt erst noch"*: Online im Internet 25.05.2011 sowie Ulm, A. 2009, S.9

¹²⁸ Vgl. Sommer, R. 2009, S.104 sowie Ulm, A. Leipzig, 2009, S.9

¹²⁹ The Federal Reserve System Online: Online im Internet 04.06.201, S.6

„Die Blase am Immobilienmarkt platzte und zog die Investoren mit in den Strudel des Untergangs.“¹³⁰

„Gleichzeitig begann sich die Verbriefungsspirale, die den Immobilienboom noch vor kurzer Zeit befeuerte, rückwärts zu drehen.“ Die US-Hypothekenbanken sahen sich zuerst mit wachsenden Kreditausfällen konfrontiert, weil sie auf Grundlage vertraglicher Vereinbarungen „(...) notleidende Kredite von den Investmentbanken zurücknehmen (...)“ mussten, „(...) so dass sich zuvor ausgelagerte Kreditrisiken plötzlich wieder in ihren Büchern befanden.“¹³¹

Nach dem das Finanzinstitut *HSBC* „(...) im Februar auf Grund von Verlusten seiner im US-Hypothekengeschäft aktiven Tochterunternehmen die erste Gewinnwarnung in seiner Firmengeschichte“ veröffentlichte, gaben wenig später „23 weitere US-Hypothekenfinanzierer (...)“ „(...) teilweise massive Verluste bekannt.“ In den folgenden Monaten überschlugen sich die Ereignisse nach dem im April die „(...) *New Century Financial* als einer der größten US-Hypothekenfinanzierer Insolvenz“ anmeldete, und nur einen Monat später die Schweizer Großbank *UBS* „(...) einen Hedgefonds, der in strukturierte Finanzprodukte mit Subprime-Unterlegung investiert hatte“, schließen musste.¹³²

Auch die Sommermonate des Jahres 2007 prägten „(...) negative Nachrichten vom US-Immobilienmarkt (...)“, da aufgrund einer „(...) immer weiter verschlechternden Kreditqualität – unter den Marktteilnehmern Zweifel an der generellen Werthaltigkeit strukturierter Finanzprodukte (...)“ breitmachte. In diesem Zusammenhang griff „die Krise am US-Subprime-Markt (...)“ in der Folge „(...) nun auch auf die Kreditmärkte über.“ „Es kam zu einer regelrechten Ausverkaufswelle am Verbriefungsmarkt. Der sogenannte *ABX.Home Equity Index*, der als Benchmark für die mit US-Subprime-Krediten unterlegten strukturierten Produkte fungiert, fiel bis zum November auf vorher nicht für möglich gehaltene Tiefstände.“¹³³

¹³⁰ Neumäumer, R. 2008, S.736 sowie Schwießelmann, C. 2010, S. 12

¹³¹ Vgl. BaFin 2008, S.17 sowie Peinemann, B. 2010, S.20

¹³² Vgl. BaFin 2008, S.22 sowie Peinemann, B. 2010, S.20

¹³³ Vgl. BaFin 2008, S.17 sowie Peinemann, B. 2010, S.20

Obwohl es nun verstärkt zu Kreditausfällen kam, „(...) reagierten die Ratingagenturen nur sehr zögerlich auf die neue Situation(...)“ und wollten von einer Fehleinschätzung bezüglich „(...) den von ihnen erteilten hohen Ratings (...)“ nichts. Erst als im Sommer 2007 „(...) der öffentliche Druck auf die Ratingagenturen zu groß“ wurde, entschließen sich „(...) die Ratingagenturen zu einer Kehrtwende.“ Aufgrund der „(...) wachsenden Zweifel der Marktteilnehmer bezüglich der Verlässlichkeit der Ratingurteile, die Ausfallwahrscheinlichkeiten der Subprime-Hypothekenkredite korrekt abbilden zu können (...)“, begannen die Ratingagenturen, „(...) Papiere mit nennenswerten Anteilen von Subprime-Krediten auf breiter Basis und teilweise radikal herabzustufen.“¹³⁴ Die drei dominierenden Ratingagenturen leiteten eine Herabstufungswelle ein. *Standard & Poor's* kündigte im Juni 2007 an, „(...) dass mit Wohnimmobilienhypotheken unterlegte Wertpapiere aus dem Jahr 2006 im Gesamtwert von 7,3 Milliarden US-Dollar von einer Herabstufung bedroht seien (...)“; „*Moody's* nahm fast zeitgleich eine Abstufung von Anleihen, die mit Subprime-Hypotheken unterlegt waren, im Umfang von 5,3 Milliarden US-Dollar vor und prüfte darüber hinaus die Herabstufung von 184 hypothekarisch unterlegten *CDO-Tranchen*.“ Auch die britische Ratingagentur *Fitch* prüfte subprime-hinterlegte Anleihen und drohte mit weiteren Herabstufungen.¹³⁵

„Zeitgleich wiesen die US-Investmentbanken *Bear Sterns* und *Goldman Sachs* erheblich belastete Quartalszahlen aus. Zwei Hedgefonds von *Bear Sterns* gerieten in akute Schwierigkeiten, als es nicht mehr gelang, *CDOs* am Markt zu platzieren. Wenig später teilte die Bank mit, dass die Fonds praktisch pleite seien.“¹³⁶

Die Hiobsbotschaften nahmen kein Ende, nachdem „(...) ein weiterer Krisenherd zum Vorschein (...)“ kam, „(...) der in den Folgemonaten auch den deutschen Bankensektor erschüttern sollte.“ Die von den Banken außerbilanziell gegründeten Zweckgesellschaften, *Conduits* oder *Structured Investment Vehicles (SIV)*, refinanzieren sich kurzfristig am Geldmarkt u.a. „(...) über die Ausgabe von *Asset Backed Commercial Papers (ABCP)* (...).“¹³⁷ Auf Grundlage der von den Banken zugesicherten Liquiditätsfazilitäten für einen Notfall bei den von ihnen gegründeten *Conduits*, konnte der Absatz der Commercial Papers am Geldmarkt „(...) und eine reibungslose Anschlussfinanzierung

¹³⁴ Vgl. BaFin 2008, S.19 sowie Peinemann, B. 2010, S.21

¹³⁵ Vgl. BIZ, 2008, S.112 sowie Peinemann, B. 2010, S.21

¹³⁶ BaFin, 2008, S.22 sowie Peinemann, B. 2010, S.21

¹³⁷ Bei einem Asset Backed Commercial Paper handelt es sich um Geldmarktpapiere, die zum Beispiel durch Kreditmarktpapiere besichert sind. Im ABCP-Markt leihen sich zum Beispiel SIVs kurzfristig Geld und hinterlegen die Kredite als Sicherheit.

(...)“ gewährleistet werden.¹³⁸ „Mit der Garantiezusage der initiiierenden Bank ausgestattet, war es den *Conduits* und *SIVs* möglich (...)“, sich mit einem exzellenten Rating „(...) am Geldmarkt problemlos zu refinanzieren.“ Diese Investmentvehikel kauften „(...) mit den am Geldmarkt bezogenen finanziellen Mitteln vor allem langfristige *ABSs* und *CDOs* mit einer attraktiven Verzinsung(...)“, mit dem Ziel vor allem „(...) Erträge aus der Differenz zwischen lang- und kurzfristigen Zinsen zu generieren.“¹³⁹ „An dieser Stelle wird deutlich, dass die Zweckgesellschaften nicht nur als Emittent von strukturierten Wertpapieren agierten, sondern zugleich auch mit diesen Finanzprodukten untereinander handelten.“¹⁴⁰

Doch im Sommer 2007 nahmen die Ereignisse ihren Lauf. Da „(...) das Misstrauen der Investoren gegenüber Anlagen mit US-Subprime-Anleihen zunahm, kam der Absatz der Geldmarktpapiere binnen weniger Wochen (...)“ praktisch zum Erliegen. „Die Zweckgesellschaften gerieten in akute Liquiditätsnot.“ Entgegen allen Erwartungen waren die Banken plötzlich gezwungen „(...) ihre Liquiditätszusagen einzulösen oder die Vermögenswerte ihrer Zweckgesellschaft in die eigenen Bilanzen zu übernehmen.“ In der Folge zeigte sich, dass „die Banken, die die Zweckgesellschaften einst gegründet hatten, um – an den Aufsichtsbehörden vorbei – an den Zinserträgen strukturierter Produkte zu partizipieren, ohne dafür regulatorisches Eigenkapital vorhalten zu müssen (...)“, „(...) im Vergleich zu ihrer eigenen Größe viel zu große Positionen aufgebaut hatten (...)“, und „(...) auf ein derartiges Szenario nicht vorbereitet waren.“¹⁴¹

„So wurde Ende Juli bekannt, dass Banken die Kreditlinien für die von der deutschen Bank *IKB* außerhalb der Bilanz geführte *Rhineland Funding* gekündigt hatten. Ihr Hauptanteilseigner, die *Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW)*, übernahm daraufhin Verpflichtungen der *IKB* im Wert von 8,1 Milliarden Euro.“ Doch nicht genug schnürte „(...) die *KfW* und eine Gruppe öffentlicher und privater Banken (...)“ ein weiteres milliardenschweres Rettungspaket, das Hilfen für das angeschlagene Institut „(...) in Höhe von 3,5 Milliarden Euro (...)“ umfasste.¹⁴² „Auch etliche Geldmarktfonds mit Bezug zu strukturierten Finanzprodukten gerieten nun zunehmen unter Druck und stoppten, wie

¹³⁸ Vgl. BaFin 2008, S.19 sowie Peinemann, B. 2010, S.21

¹³⁹ Vgl. BaFin 2008, S.19 sowie Peinemann, B. 2010, S.21f.

¹⁴⁰ Peinemann, B. 2010, S.22

¹⁴¹ Vgl. BaFin 2008, S.19 sowie Peinemann, B. 2010, S.22

¹⁴² Vgl. BaFin 2008, S.23 sowie Peinemann, B. 2010, S.22

zum Beispiel der deutsche Fondsverwalter *Union Investment*, ihre Anteilsrücknahmen.“¹⁴³

Die Vertrauenskrise am Interbankenmarkt

„An den Geldmärkten kam es daraufhin zu einer Liquiditätsverknappung (...“), worauf hin „(...) die großen Notenbanken gezwungen (...)“ waren, in den Markt einzugreifen und ihm „(...) kurzfristig erhebliche Liquidität zuzuführen.“ „Der unerwartete Liquiditätsbedarf zahlreicher Banken, die die eingegangenen Risiken ihrer Zweckgesellschaften nun notgedrungen absorbieren mussten, führte am 9. August 2007 zu einem Engpass am europäischen Interbankenmarkt (...“). Dieser bildet eine Plattform, damit sich Banken „(...) untereinander kurzfristig und ohne Sicherheiten Geld leihen“ können, da aber Befürchtungen über akute Zahlungsschwierigkeiten einiger Banken immer lauter wurden, führte dies „(...) zu einer schweren Vertrauenskrise, die den Interbankenmarkt nahezu vollständig kollabieren ließ.“ „Die *Europäische Zentralbank* intervenierte daraufhin in einem bislang unbekannten Ausmaß und versorgte den Markt mit Liquidität im Wert von 95 Milliarden Euro.“ Da die Geldmarktkrise vor Ländergrenzen nicht Halt machte, griff sie nun „(...) auf weitere Kontinente über.“ So versorgte „(...) die US-Notenbank *Fed* am selben Tag (...)“ den Geldmarkt mit „(...) insgesamt 24 Milliarden US-Dollar (...)“.¹⁴⁴

„Aufgrund der mangelnden Transparenz über das Subprime-Engagement potenzieller Geschäftspartner zogen es jene Banken, die noch über Liquidität verfügten, vor, flüssige Finanzmittel zu horten anstatt sie zu verleihen.“¹⁴⁵ „Das potentielle Kontrahentenrisiko war für die Marktteilnehmer nun kaum noch einschätzbar.“¹⁴⁶

Wie eingangs beschrieben ergaben sich große Probleme bei der Bewertung strukturierter Finanzprodukte, was sich hinsichtlich der nun besonderen Situation am Finanzmarkt „(...) als ein zusätzliches krisenverstärkendes Element“ erwies. Zwar schreiben die *internationalen Bilanzierungsregeln (IFRS)* vor, „(...) dass bei der Ermittlung des so-

¹⁴³ BIZ 2008, S.112 sowie Peinemann, B. 2010, S.22

¹⁴⁴ Vgl. Münchau, W. 2008, S.21f. sowie Peinemann, B. 2010, S.22f.

¹⁴⁵ BaFin 2008, S.20 sowie Peinemann, B. 2010, S.23

¹⁴⁶ Peinemann, 2010, S.23

nannten *Fair Value* von Vermögenswerten grundsätzlich auf Marktpreise abgestellt werden muss“, allerdings konnten angesichts des Zusammenbruches „(...) große Teile des Verbriefungsmarktes (...)“, „(...) häufig kaum noch verlässliche Marktpreise für die illiquiden strukturierten Produkte ermittelt werden.“¹⁴⁷ „Denn es gab schlichtweg keine Käufer mehr für diese Finanzprodukte“, was wiederum die Marktteilnehmer in Bezug auf „(...) das Ausmaß der wahren Risiken einzelner Institute (...)“ zunehmend verunsicherte.¹⁴⁸

Im September 2007 „(...) geriet der fünftgrößte britische Hypothekenfinanzierer *Northern Rock* in finanzielle Schwierigkeiten.“ Panische Bankkunden waren in ihrem Vertrauen gegenüber dem Geldinstitut so erschüttert, dass sie in der Folge im Rahmen eines regelrechten Bankenansturms „(...) Einlagen in Höhe von 2,9 Milliarden Euro (...)“ abzogen. Daraufhin brach „(...) der Aktienkurs von *Northern Rock* um 30% (...)“ ein. „Die *Bank of England* reagierte daraufhin mit der Zusage eines Notfallkredits.“¹⁴⁹

Mit einer Abschreibungswelle neigte sich das Jahr 2007 allmählich dem Ende. Um einige Beispiele zu nennen: „*Merrill Lynch* schrieb im Oktober 7,9 Milliarden US-Dollar, *UBS* 3,6 Milliarden US-Dollar und die *Deutsche Bank* 2,2 Milliarden US-Dollar ab; im November folgten die Großbanken *HSBC* mit 12 Milliarden US-Dollar, *Citigroup* mit 11 Milliarden US-Dollar, *Morgan Stanley* mit 3,7 Milliarden US-Dollar und der amerikanische Versicherungskonzern *AIG* mit 2,7 Milliarden US-Dollar.“¹⁵⁰

Die Ratingagentur setzten ihrer Ankündigungen in die Tat um; *Moody's* setzte „(...) etwa 2500 noch im Jahr 2006 emittierte Subprime-Anleihen herab (...)“, auch „(...) *Standard & Poors* zog wenig später mit weiteren Subprime-Herabstufungen nach“, sowie die Ratingagentur *Fitch*, die erklärte, „(...) die Herabstufung von *CDOs* im Wert von 37 Milliarden US-Dollar zu überprüfen.“¹⁵¹ Namenhafte „(...) Institutionen am US-Hypothekenmarkt (...)“, wie *Fanni Mae* und *Freddie Mac*, kämpften in die sehr außergewöhnlich schwierigen Situation mit enormen Gewinneinbrüchen, so sollen sich „(...) Verluste aus Zwangsversteigerungen mit Bezug zum US-Subprime-Markt (...)“ „(...)“

¹⁴⁷ Vgl. BaFin 2008, S.20 sowie Peinemann, B. 2010, S.23

¹⁴⁸ Peinemann, B. 2010, S.23

¹⁴⁹ Vgl. BaFin 2008, S.23 sowie Peinemann, B. 2010, S.23

¹⁵⁰ Vgl. BaFin 2008, S.23 sowie Peinemann, B. 2010, S.23f.

¹⁵¹ Vgl. BIZ 2008, S.112 sowie Peinemann, B. 2010, S.24

laut einer OECD-Studie im November 2007 bereits auf bis zu 300 Milliarden US-Dollar“ belaufen haben.¹⁵²

Auch im Dezember des Jahres 2007 rissen „(...) die milliardenschweren Abschreibungen bei den großen Finanzinstituten (...)“ nicht ab. Viele Banken waren zunehmend gezwungen, „(...) die Vermögenswerte ihrer außerbilanziellen Zweckgesellschaften in ihre Bilanzen zurück“ zu nehmen. Nach eingehenden Verhandlungen beschließt „die US-Regierung und führende Hypothekenbanken (...)“ angesichts der drohenden „(...) Zwangsversteigerungen am US-Häusermarkt (...)“ „(...) ein fünfjähriges Zinsmoratorium für Subprime-Kredite mit progressiv steigenden Zinssätzen(...)“.¹⁵³ Der 12. Dezember 2007 lässt die Banken verhalten aufatmen, denn die „(...) Zentralbanken aus fünf Währungsräumen (...)“ verkündeten „(...) koordinierte Maßnahmen, um einer größeren Anzahl von Instituten Liquidität zum Jahreswechsel zur Verfügung zu stellen und so die Blockade am Interbankenmarkt zu bekämpfen.“¹⁵⁴ Wenig später stellte die US-Notenbank weitere Hilfen in Höhe von 20 Milliarden US-Dollar dem Geldmarkt zur Verfügung.¹⁵⁵

„Innerhalb eines Jahres hatte sich die Subprime-Krise, die in einem kleinen Segment des US-Häusermarktes begann, zu einer schweren globalen Finanz- und Bankenkrise entwickelt, in der die Zahlungsfähigkeit großer Teile des weltweiten Bankensystems in Frage gestellt wurde.“ Bis dato gelang es den Regierungen weitreichende Bankkonkurse wenn auch mit großen Anstrengungen abzuwenden, doch das Jahr 2008 sollte dies ändern.¹⁵⁶

Alles im Januar 2008 die letzten Quartalszahlen für 2007 ermittelt wurden, mussten eine Vielzahl internationale Großbanken weitere milliardenschwere Verluste bekannt geben. Die US-Notenbank *Fed* reagierte darauf mit einer weiteren Absenkung des Leitzinses auf 3 % und setzte damit ihre „(...) bereits im Jahr 2007 eingeleiteten geldpolitischen Maßnahmen fort (...)“; gleichzeitig einigte sich der US-Kongress auf ein Konjunkturprogramm in Höhe von 150 Milliarden US-Dollar.¹⁵⁷ „Im selben Monat konnte die dro-

¹⁵² Vgl. BaFin 2008, S.24 sowie Peinemann, B. 2010, S.24

¹⁵³ Vgl. BaFin 2008, S.24 sowie Peinemann, B. 2010, S.24

¹⁵⁴ Vgl. BIZ 2008, S.112 sowie Peinemann, B. 2010, S.24

¹⁵⁵ Vgl. BaFin 2008, S.24 sowie Peinemann, B. 2010, S.24

¹⁵⁶ Vgl. Peinemann, B. 2010, S.24

¹⁵⁷ Vgl. BaFin 2009, S.18

hende Pleite des größten privaten US-Hypothekenfinanzierers *Countrywide* nur durch eine milliardenschwere Übernahme durch die *Bank of America* abgewendet werden.“¹⁵⁸

Im Februar 2008 „(...) kam es dann zur Verstaatlichung des finanziell stark angeschlagenen britischen Hypothekenfinanzierers *Northern Rock*. Der britische Finanzminister sprach zu diesem Zeitpunkt davon, das Finanzinstitut für einen befristeten Zeitraum in öffentlichen Besitz zu bringen.“¹⁵⁹

„In der Woche vom 10. März 2008 kursierten in den Medien plötzlich Gerüchte über eine angebliche Zahlungsunfähigkeit der New Yorker Investmentbank *Bear Stearns*.“ Ein Börsenhändler hatte die Diskussion ins Rollen gebracht, indem er erklärte, „(...) dass die Kosten für die Absicherung der Schulden von *Bear Stearns* gestiegen seien.“ Von diesem einschneidenden Ereignis sollte sich die renommierte Investmentbank nicht mehr erholen. Das Schicksal nahm seinen Lauf, als am 11. März 2008 die Aktienkurse um mehr als 13% fielen. „(...) Obwohl ein Manager der Bank diese Gerüchte als „absolut lächerlich“ bezeichnete“¹⁶⁰ und die Investmentbank energisch versuchte, die Gerüchte zu dementieren, befürchteten die Marktteilnehmer „(...) extrem hohe Abschreibungsverluste bei *Bear Stearns*, da es sich bei dem Institut um eine der aggressivsten Investmentbanken zu Zeiten des Subprime-Booms handelte.“ „Die Gerüchte über eine drohende Zahlungsunfähigkeit genügten letztlich, um einen klassischen *Bank-Run* auf die Investmentbank auszulösen.“ Eine Investmentbank verfügt anders als traditionelle Banken nicht über ein Einlagengeschäft, was bedeutet, dass „(...) ein *Bank-Run* auf eine Investmentbank (...)“, weit reichende Folgen hat, da „(...) andere Banken, die in einer Geschäftsbeziehung zu ihr stehen, nicht länger bereit sind, Kreditlinien bereitzustellen.“ „*Bear Stearns* war somit, innerhalb weniger Tage nicht mehr in der Lage, sich zu refinanzieren.“¹⁶¹

Einen Sonntag, um genau zu sein den 16. März 2008, werden die Verantwortlichen der Investmentbank *Bear Stearns* wohl so schnell nicht vergessen, denn an diesem Tag „(...) gab die US-Notenbank *Fed* in einer Erklärung bekannt, dass die amerikanische

¹⁵⁸ Manager Magazin *Bank of America kauft Pleitekandidat*: Online im Internet 26.05.2011 sowie Peinemann, B. 2010, S.25

¹⁵⁹ Spiegel Online *Britische Bank Northern Rock wird verstaatlicht*: Online im Internet 26.05.2010/2011 sowie Peinemann, B. 2010, S.25

¹⁶⁰ Süddeutsche Zeitung *Gerüchte um Bear Stearns belasten Börsen*: Online im Internet 26.05.2011 sowie Peinemann, B. 2010, S.25

¹⁶¹ Münchau, W. 2008, S.40 sowie Peinemann, B. 2010, S.25f.

Großbank *JP Morgan Chase* die Investmentbank zu einem (...)“ symbolischen „(...) Preis von nur 2 US-Dollar pro Aktie gekauft habe (...)“ – noch am vorangegangenen Freitag entsprach der Börsenkurs des traditionsreichen Geldinstituts das Zehnfache des Kaufpreises vom Sonntag. Mit fast 30 Milliarden US-Dollar musste darüber hinaus die US-Notenbank *Fed*, „(...) die Risiken von *Bear Stearns* absichern (...)“.¹⁶² Die aktive Rolle der *Fed* liegt darin begründet, „(...) dass ein möglicher Absturz von *Bear Stearns* erhebliche Folgen für das gesamte Finanzsystem gehabt hätte“, so der Chef der US-Notenbank, *Ben Bernanke*. Mit dem Handel der sogenannte *Credit Default Swaps* (*CDS*) lässt sich *Bear Stearns* alles „(...) einer der größten Akteure auf dem (...)“ damaligen Markt benennen, mit dessen Ausfall viele Absicherungen gegen mögliche Zahlungsausfälle dieser äußerst komplexen Instrumenten wertlos geworden wären. In der Folge wäre das „(...) Risiko ihrer ohnehin schon riskanten Investitionen(...)“, „für die Kunden von *Bear Stearns* (...)“ weiter angestiegen.¹⁶³

Zwar war „die eilige Übernahme von *Bear Stearns* (...)“ ein gewaltiger Schock für das Finanzsystem nicht nur der USA sondern der ganzen Welt, „gleichzeitig signalisierte aber das Handeln der US-Notenbank auch, dass die US-Regierung offenkundig bereit war, alles zu unternehmen, um einen Zusammenbruch großer Finanzinstitute um jeden Preis zu verhindern.“ Als die *Fed* im März 2008 „(...) eine weitere Senkung des Leitzinses auf 2,25%“ vermeldete, bekam „(...) die Übernahme von *Bear Stearns* (...)“ eine neue Qualität.¹⁶⁴

Die folgenden Wochen und Monate prägten weitere Abschreibungswellen, nachdem im April „(...) mehrere Großbanken Rekordverluste für das erste Quartal 2008“ verkündeten. Nachdem die Ratingagenturen *Moody's* sowie *Standard & Poor's* Anfang Juni „(...) die zwei führenden Monoline-Versicherer *MBIA* und *Ambac* (...)“ in ihrem Rating herabgestuft, mehrten sich im Verlauf des Monats Meldungen über Zahlungsschwierigkeiten der beiden *Monoline-Versicherer*.¹⁶⁵ Der Blickpunkt der Marktteilnehmer richtet sich auf Befürchtungen, „(...) dass diese Herabstufung weitere Wertberichtigungen von Papieren, die durch diese Gesellschaften versichert waren und die auch

¹⁶² Vgl. Münchau, W. 2008, S.40f. sowie Peinemann, B. 2010, S.26

¹⁶³ Vgl. Münchau, W. 2008, S.41 sowie Peinemann, B. 2010, S.26

¹⁶⁴ Vgl. BaFin 2009, S.19 sowie Peinemann, B. 2010, S.26

¹⁶⁵ Monoline-Versicherer bieten Ausfallgarantien und damit Bonitätsverbesserungen für Anleihen und strukturierte Finanzprodukte an, einschließlich Garantien für vorrangige Tranchen von Wertpapieren, die durch Hypotheken oder sonstige Vermögenswerte unterlegt sind, sowie für Anleihen von Gebietskörperschaften. Dabei beeinflusst die Bonitätseinstufung der Monoline-Versicherer stark das Rating der von ihnen versicherten Instrumente.

von Banken gehalten wurden, nach sich ziehen würden.“ Ab Mitte des Monats Juni stellten sich daher Rückläufe „(...) an den Kredit- und Aktienmärkten ein (...)“, die „(...) von den Finanzwerten angeführt (...)“ wurden.¹⁶⁶

„Im Juli 2008 wurde die US-Hypothekenbank *Indymac* von der US-Aufsichtsbehörde geschlossen.“¹⁶⁷ Nur wenig später „(...) verkündete der ehemalige Chef der US-Notenbank, *William Poole*, dass die beiden größten US-Hypothekenfinanzierer *Fannie Mae* und *Freddie Mac* „factisch zahlungsunfähig“ seien (...)“, und hielt die US-Regierung an, wie schon bei vielen Instituten zuvor, „(...) ein Rettungspaket zu schnüren“¹⁶⁸ Im Kern waren die beiden Institute Zwischenhändler für „(...) Hypotheken von Schuldnern mit einer guten Bonität (...)“ die sie zuerst verbrieften und dann auf dem Kapitalmarkt weiterverkauft werden. *Fannie Mae* und *Freddie Mac* waren so groß, dass sie „fast die Hälfte aller US-Hypotheken (...)“ verbrieften¹⁶⁹, dies aber „(...) mit einer viel zu geringen Kapitalbasis und einem viel zu hohen Anteil an Fremdkapital“ taten, und damit zwar „(...) nicht zu den zentralen Akteuren in der Subprime-Krise gehörten (...)“, aber doch einen Anteil dazu beitrugen. „Als der Verbriefungsmarkt dann (...)“ in sich zusammenbrach, „(...) fanden *Fannie Mae* und *Freddie Mac* keine Abnehmer mehr für ihre Produkte.“¹⁷⁰ „Am 13. Juli intervenierte die US-Regierung und ermöglichte dem Finanzministerium die Stützung der beiden halbstaatlichen Hypothekenfinanzierer durch die Vergabe weiterer milliardenschwerer Kredite und durch eine direkte Beteiligung.“ Nur zwei Tage darauf wurden „(...) Vorschriften zur Einschränkung ungedeckter Leerverkäufe“¹⁷¹ von der US-Börsenaufsicht erlassen.¹⁷²

„Im September des Jahres 2008 erhielt die Finanzkrise eine neue, globale Qualität.“ Nachdem die Aktienkurse von *Fannie Mae* und *Freddie Mac* „(...) dramatisch eingebrochen waren“, „(...) übernahm die US-Regierung (...)“ am 7. September 2008 die beiden Hypothekenfinanzierer, die gemeinsam „(...) direkt oder indirekt US-Hypotheken im Wert von 12 Billionen US-Dollar“ garantierten. „Der damalige US-

¹⁶⁶ Vgl. BIZ 2009, S.24 sowie Peinemann, B. 2010, S.26f.

¹⁶⁷ Manager Magazin *Rekordpleite - Aufsicht schließt Indymac*: Online im Internet 26.05.2011 26.05.2011 sowie Peinemann, B. 2010, S.27

¹⁶⁸ Vgl. Spiegel Online *Märkte bangen um US-Immobilien-Finanzierer*: Online im Internet 26.05.2011 sowie Peinemann, B. 2010, S.27

¹⁶⁹ Vgl. Münchau, W. 2008, S.42 sowie Peinemann, B. 2010, S.27

¹⁷⁰ Vgl. Münchau, W. 2008, S.43 sowie Peinemann, B. 2010, S.27

¹⁷¹ Ein Leerverkauf ist ein Verkauf von Wertpapieren, die man nicht besitzt, die man zu einem späteren Zeitpunkt allerdings kaufen muss. Mit einem Leerverkauf spekuliert man auf den Verfall eines Preises.

¹⁷² Vgl. BIZ 2009, S.25 sowie Peinemann, B. 2010, S.27

Finanzminister *Paulson* begründete diesen radikalen Schritt damit (...)“, dass beide Institute, „(...) so groß und so mit dem Finanzsystem verwoben(...)“ seien, „(...) dass das Scheitern eines der beiden große Unruhe auf unserem Finanzmarkt hier und in der ganzen Welt auslösen würde.“¹⁷³

15. September 2008 – Insolvenz Lehman Brothers

„Am 15. September eskalierten dann die Turbulenzen auf den weltweiten Finanzmärkten, als die Investmentbank *Lehman Brothers Holding Inc.* einen Antrag auf Insolvenzschutz nach US-Konkursrecht stellte.“ Anders als bei *Bear Stearns* sowie *Fannie Mae* und *Freddie Mac* war die US-Regierung dieses Mal nicht bereit, ein Rettungspaket zu schnüren, „(...) sondern ließ die Traditionsbank untergehen und sendete damit ein fatales Signal an die Finanzmärkte.“¹⁷⁴

Infolgedessen brachen die Aktienkurse von *Lehman Brothers* dramatische ein, „(...) weil die Investoren an der Überlebensfähigkeit der Bank zweifelten.“¹⁷⁵



Abbildung 7: Aktienkurs Lehman Brothers¹⁷⁶

¹⁷³ Vgl. Spiegel Online *US-Regierung übernimmt Freddie Mac und Fannie Mae*: Online im Internet 26.05.2011 sowie Peinemann, B. 2010, S.27f.

¹⁷⁴ Vgl. BaFin 2009, S.12 sowie Peinemann, 2010, S.28

¹⁷⁵ Vgl. Unterdörfer, 2009, S.21

¹⁷⁶ Stockstreet.de – Börsen · Hintergründe · Prognosen *Chart Lehman Brothers*: Online im Internet

„Dementsprechend war das Institut nicht mehr in der Lage, seinen Zahlungsverpflichtungen nachzukommen und war gezwungen, am „schwarzen Montag“, den 15. September 2008, Insolvenz anzumelden, was fatale Folgen für die anderen Banken hatte.“¹⁷⁷

„Das Bilanzvolumen der Bank bezifferte sich noch im Jahre 2006 auf 504 Milliarden US-Dollar bei einer Eigenkapitalrendite von 33 %.“¹⁷⁸ „Bis dato galt *Lehman Brothers* als zu groß, um von der US-Regierung fallen gelassen zu werden (...)“ – *too big to fail* – doch nun „(...) war klar, dass größere Bankenpleiten in Zukunft nicht mehr generell ausgeschlossen werden konnten.“¹⁷⁹

Der Fall von *Lehman Brothers* zog weitreichende Folgen nach, die mit einer generellen „(...) Vertrauenskrise über die einzelnen Märkte und Länder (...)“ begann. „Der US-Fonds *Reserve Primary* musste Schuldtitel von *Lehman Brothers* in Höhe von 780 Millionen US-Dollar abschreiben (...)“ und „(...) war damit der erste Geldmarktfonds, dessen Nettoanlagewert unter die eingezahlten Mittel fiel.“¹⁸⁰ Die Aktienkurse sowohl in den USA als auch in Europa fielen „am Tag des Konkurses von *Lehman Brothers* (...)“ um 4% „(...) und setzten ihre Talfahrt bis zum 17. September fort.“ Die „(...) Pleite erschütterte die Tektonik der Kapitalmärkte (...)“¹⁸¹ so stark, dass die Finanzinstitute dazu übergingen, „(...) die Bonität ihrer Geschäftspartner noch akribischer zu überprüfen und überschüssige Liquidität verstärkt zu horten, anstatt sie dem Interbankenmarkt zur Verfügung zu stellen“, woraufhin dieser faktisch zum Erliegen kam. Die Banken, die nicht über ein Einlagengeschäft verfügten und aus diesem Grund „(...) auf eine fortlaufende Refinanzierung über die Kapitalmärkte angewiesen waren (...)“, standen plötzlich „(...) vor unlösbaren Problemen“.¹⁸² In den USA spielten sich im Folgenden dramatische Szenen ab. Die Investmentbank *Merril Lynch* wurde von der *Bank of America* „(...) in fieberhaften Verhandlungen binnen 48 Stunden“ übernommen¹⁸³; damit die „(...) beiden letzten verbliebenen Investmentbanken *Morgan Stanley* und *Goldman*

04.06.2011

¹⁷⁷ Uni Bonn *Finanzkrise I*: Online im Internet 27.05.2011, S.26 sowie Unterdörfer, 2009, S.21

¹⁷⁸ Sinn, H.-W. 2009, S.70 sowie Schwießelmann, 2010, S. 12

¹⁷⁹ Vgl. BaFin 2009, S.12 sowie Peinemann, 2010, S.28

¹⁸⁰ Vgl. BIZ 2009, S.30 sowie Peinemann, 2010, S.28

¹⁸¹ Schwießelmann, 2010, S.12

¹⁸² Vgl. BaFin 2009, S.12 sowie Peinemann, 2010, S.28

¹⁸³ Handelsblatt *Bank of America fängt Merrill Lynch auf*: Online im Internet 27.05.2011 sowie Peinemann, 2010, S.28

Sachs (...)“ die Kreditaktivitäten der *Federal Reserve* für sich „(...) in Anspruch nehmen konnten“, „(...) wandelten sich in gewöhnliche Geschäftsbanken um (...).“¹⁸⁴
 „Im September endete damit schlagartig die Ära der US-Investmentbanken.“¹⁸⁵

Es verdeutlichte sich mehr und mehr, dass alle Anstrengungen, die seitens der Notenbanken betrieben wurden, um die „(...) Geldmärkte mit ausreichend Liquidität (...)“ zu versorgen, nicht genügen würden, „(...) um das weltweite Finanzsystem zu stabilisieren.“ Umfassende und weit reichende staatliche Maßnahmen, „(...) einschließlich systemweiter Bankenrekapitalisierungen (...)“, schienen unausweichlich.¹⁸⁶ Mit Exporteinbrüchen auf den Märkten aufstrebender Volkswirtschaften und mit denen „(...) sich verschärfenden Finanzbedienungen“, griff die Krise nun allmählich auch „(...) auf die Realwirtschaft über.“¹⁸⁷

Die Rolle der Ratingagenturen

„Die weltweit erste Ratingagentur wurde 1909 in den USA durch *John Moody* gegründet.“ Seine Aufgabe bestand vor allem darin, Daten zur „(...) Vermögens-, Finanz- und Ertragslage ausgewählter Eisenbahngesellschaften“ zu sammeln, diese auf Unterschiede zu analysieren und „(...) die Anleihen dieser Gesellschaften anhand von Ratingskalen (...)“ zu bewerten. Um sein täglich Brot zu verdienen, verkaufte er im Anschluss „(...) diese Informationen als komprimierte Berichte an Investoren.“¹⁸⁸ „Ratings eröffneten den Investoren die Möglichkeit, die Risiken von Anlagemöglichkeiten zu vergleichen um dadurch die Kreditwürdigkeit der Institutionen besser einschätzen zu können.“¹⁸⁹

Es gab viele Faktoren, die den Bedarf an qualitativ hochwertigen Ratings steigen ließ, wie beispielsweise „(...) die strukturellen und qualitativen Veränderungen der Finanzmärkte, die Tendenz zur Verbriefung und dem Ausweichen auf andere Finanzierungsquellen im Kreditgeschäft, die Verbreitung von US-amerikanischen Marktmethoden

¹⁸⁴ Vgl. BaFin 2009, S.12 sowie Peinemann, 2010, S.28

¹⁸⁵ Peinemann, B. 2010, S.28

¹⁸⁶ Vgl. BIZ 2009, S.28 sowie Peinemann, 2010, S.28f.

¹⁸⁷ Vgl. BaFin 2009, S.12 sowie Peinemann, 2010, S.29

¹⁸⁸ Vgl. Everling, O. 1991, S.77 sowie Springub, F. 2010, S.33

¹⁸⁹ Everling, O. 2007a, S.4 sowie Springub, F. 2010, S.33

und Standardisierungsprozessen sowie die steigende Länderfinanzierung über Kapitalmärkte.“¹⁹⁰

Vor allem seit den 1970er Jahren konnte „das Geschäft der Ratingagenturen (...)“ enorme Wachstumsraten verzeichnen.¹⁹¹ Dabei verwundert es nicht, dass mit zunehmender „(...) Anzahl der bewerteten Emissionen und Emittenten (...)“, auch die Anzahl der Mitarbeiter signifikant gestiegen ist. Durch die Eröffnung weiterer Niederlassungen nicht nur in den USA sondern auch in der ganzen Welt und vor allem in Europa, konnten die Ratingagenturen ihre Geschäftstätigkeit sowohl national als auch international ausweiten.¹⁹² „Ferner wurde auch der angebotene Service durch Rating für neue Finanzinstrumente sowie mehrmalige Ratingüberprüfungen erweitert.“¹⁹³ „Letztlich wurden Ratings dazu verwendet den Markt zu regulieren.“¹⁹⁴ Parallel zur Expansion der Ratingagenturen „(...) stieg ihre Bedeutung für den Finanzmarkt“ sprunghaft an. Für Investoren sind Ratingurteile zum entscheidenden Kriterium geworden, denn sie dienen zum einen „(...) den Investoren als eine unverbindliche Orientierungshilfe bei Anlageentscheidungen“, und zum anderen „(...) der Reduktion von Transaktionskosten, also den Kosten für Informationsbeschaffung und –analyse.“¹⁹⁵ Dem Emittenten bietet sich „(...) die Möglichkeit ein breites Anlagepublikum zu erschließen (...)“. Rating macht eine „(...) erfolgreiche Platzierung einer Anleihe auf dem Kapitalmarkt erst möglich“, da es für „(...) nicht geratete Titel faktisch keinen Markt (...)“ gibt. Schlussfolgernd „(...) kommt kein Emittent ohne das Gütesiegel einer Ratingagentur aus.“ Die Bedeutung der Ratingagenturen ist von entscheidender Größe, denn auf Grundlage ihrer Bewertung über „(...) die gegenwärtige und zukünftige Zahlungsfähigkeit von Banken, Unternehmen oder Regierungen, die als Kreditnehmer oder Emittent von Wertpapieren auftreten“, können sie „(...) den geschäftlichen Erfolg eines Konzerns oder gar eines Staates entscheidend beeinflussen.“¹⁹⁶

¹⁹⁰ Vgl. Forschungsgruppe Aktienmarktregulierung *The Power to Rate* Online im Internet: 27.05.2011 S.11 sowie Springub, F. 2010, S.33

¹⁹¹ Forschungsgruppe Aktienmarktregulierung *The Power to Rate* Online im Internet: 27.05.2011 S.11 sowie Springub, F. 2010, S.33

¹⁹² Vgl. Everling, O. Wiesbaden, 1991, S.79 sowie Springub, F. 2010, S.33

¹⁹³ Rudolph, B. 2006, S.430ff. sowie Springub, F. 2010, S.33

¹⁹⁴ Bloss, M./Ernst, D./Häcker, J./ Eil, N. 2009, S.88 sowie Springub, F. 2010, S.33

¹⁹⁵ Vgl. Forschungsgruppe Aktienmarktregulierung *The Power to Rate* Online im Internet: 27.05.2011 S.17 sowie Springub, F. 2010, S.33f.

¹⁹⁶ Vgl. Eisen, M 2007, S.70f. sowie Springub, F. 2010, S.34

Wie bereits im Verlauf der Ausführungen zum Thema Rating erwähnt, „(...) versteht man unter einem *Rating* bonitätsmäßige Bewertung der Kreditwürdigkeit eines Schuldners bzw. Emittenten.“ Die Bewertung der Kreditwürdigkeit eines Schuldners bezüglich seiner Bonität erfolgt über eine Einteilung in Ratingklassen und dem Versehen mit einem Ratingsymbol.¹⁹⁷ „Ratingsymbole haben den großen Vorteil, das Ratingergebnis auf nur eine Kennzahl zu verdichten.“¹⁹⁸ Dies ist ein weiterer Faktor, der die Beliebtheit von Ratings erklärt, denn im Gegensatz zu ausführlichen Analysetexten verkürzt sich der Leseraufwand um ein Vielfaches.¹⁹⁹ „Des Weiteren unterteilen Ratingagenturen ihre Ratings noch in zwei Kategorien, wobei die kritische Grenze zwischen der besten Einstufung, dem *Investment Grade*, und der schlechtesten Einstufung, dem *Speculative Grade*, verläuft.“²⁰⁰ Diese Einteilung beruht auf einer aufsichtsrechtlichen Regelung der USA, „(...) da bestimmte institutionelle Investoren nur Schuldtitel mit einem Rating im *Investment Grade* Bereich erwerben dürfen.“²⁰¹

Zu den wichtigsten Grundlagen des Ratings gehört das *Prinzip des Through-the-cycle-ratings*. „Die Ratingagenturen verfolgen mit diesem Ratingansatz, dass sich die Beurteilung nicht auf einen bestimmten Stichtag oder kurzen Zeithorizont bezieht, sondern, möglichst unabhängig von der jeweiligen konjunkturellen Situation, auf mehrere Jahre oder gar die gesamte Laufzeit erstrangiger Verpflichtungen bzw. einer speziellen Emission.“²⁰² Mit diesem Prinzip „(...) soll dem Rating eine gewisse Stabilität verliehen werden“, so dass Ratinganpassungen erst dann vorgenommen werden, „(...) wenn sich längerfristige, nicht allein auf kurzfristige zyklische Schwankungen wie z.B. einer Hausse-Phase, zurückführbare Veränderungen wichtiger Bonitätsdeterminanten zeigen“.²⁰³ Im Gegensatz dazu steht der *Point-in-time-rating* Ansatz, der Banken dazu veranlasst das Bonitätsrisiko eines Schuldners aufgrund seiner gegenwärtigen Situation „(...) für ein bis zwei Jahre (...)“ einzuschätzen.²⁰⁴

Der Ratingansatz der Agenturen muss deshalb „(...) auch als eine Einschätzung des relativen Bonitätsrisikos verstanden werden“. „Dementsprechend ist mit einem Rating

¹⁹⁷ Vgl. Hellerforth, M. 2009, S.98 sowie Springub, F. 2010, S.44

¹⁹⁸ Eisen, M 2007, S.59 sowie Springub, F. 2010, S.44f.

¹⁹⁹ Vgl. Warmbach, M./Rödl, B. 2001, S.50 sowie Springub, F. 2010, S.45

²⁰⁰ Wappenschmidt, C. 2009, S.10 sowie Springub, F. 2010, S.45

²⁰¹ Vgl. Heinke, V.G. 1998, S.328 sowie Springub, F. 2010, S.45

²⁰² Hellerforth, M. 2009, S.98f. sowie Springub, F. 2010, S.45

²⁰³ Vgl. Rudolph, B. 2006, S.414 sowie Springub, F. 2010, S.45

²⁰⁴ Vgl. Wappenschmidt, C. 2009, S.11 sowie Springub, F. 2010, S.45

lediglich die Aussage verbunden, dass Objekte einer Ratingklasse ein untereinander vergleichbares Risiko eines Zahlungsausfalls und solche einer besseren im Vergleich zu denen einer schlechteren Ratingklasse ein geringeres derartiges Risiko aufweisen.“²⁰⁵

In der folgenden Abbildung werden „(...) die jeweiligen Ratingdefinitionen der drei größten Agenturen – *Standard & Poor's Rating Service*, *Moody's Investor Service* und *Fitch Rating* – für langfristige Emissionen aufgezeigt“.²⁰⁶

Tabelle 2: Ratingsymbole und ihre Bedeutung			
S&P	Fitch	Moody's	Bonitätsbewertung
AAA	AAA	Aaa	Höchste Bonität, praktisch kein Ausfallrisiko
AA+	AA+	Aa1	Sehr gute Bonität, sehr gute Fähigkeit, Zinsen und Tilgung zu leisten, geringes Ausfallrisiko
AA	AA	Aa2	
AA-	AA-	Aa3	
A+	A+	A1	Gute Bonität, starke Fähigkeit zur Erfüllung finanzieller Verpflichtungen, niedriges Ausfallrisiko
A	A	A2	
A-	A-	A3	
BBB+	BBB+	Baa1	Gute bis mittlere Bonität, angemessene Deckung des Kapitaldienstes; mangelnder Schutz gegen wirtschaftliche Veränderungen, mittleres Ausfallrisiko
BBB	BBB	Baa2	
BBB-	BBB-	Baa3	
BB+	BB+	Ba1	Mittlere bis ausreichende Bonität, mäßige Deckung des Kapitaldienstes, höheres Ausfallrisiko
BB	BB	Ba2	
BB-	BB-	Ba3	
B+	B+	B1	Ausreichende bis mangelhafte Bonität, geringe Sicherung des Kapitaldienstes, hohes Ausfallrisiko
B	B	B2	
B-	B-	B3	
CCC+	CCC+	Caa1	Kaum ausreichende Bonität, sehr hohes Ausfallrisiko
CCC	CCC	Caa2	
CCC-	CCC-	Caa3	
CC	CC	–	Gefahr eines Zahlungsverzugs
C	C	–	
SD/D	DDD/DD/D	C	Zahlungsunfähigkeit
Quelle: Ratingagenturen			

Abbildung 8: Ratingsymbole bei langfristigen Emissionen- und Emittentenratings²⁰⁷

Die Abbildung verdeutlicht inwieweit sich die Symbole der verschiedenen Agenturen voneinander unterscheiden; dies wird im *Spekulative Grade* Bereich besonders deutlich.

²⁰⁵ Wappenschmidt, C. 2009, S.11 sowie Springub, F. 2010, S.45f.

²⁰⁶ Vgl. Springub, F. 2010, S.46

²⁰⁷ Lift Report *Auswirkungen des Ratings auf die Kapitalbeschaffung mittelständischer Unternehmen*: Online im Internet 04.06.2011

Die so genannten Modifier stellen dabei die Feinabstufungen innerhalb der Ratingklassen dar. Bei den Agenturen *Standard & Poor's* und *Fitch* werden diese Abstufungen mit +/- gekennzeichnet, „(...)“ während *Moody's* diese Abstufungen durch 1, 2, 3 vornimmt“. „Diese *Modifier* kennzeichnen die vegetative Stellung des Ratingobjekts im oberen, mittleren oder unteren Drittel der Ratingklasse.“²⁰⁸ Als *Notch* bezeichnet man den „(...) Abstand zwischen zwei feingestuften Ratings (...)“. Über die zu erwartende Entwicklung gibt die Ratingagentur *Standard & Poor's* schon seit langem einen Ausblick über einen Zeithorizont von bis zu zwei Jahren²⁰⁹, der allerdings nicht als ein verbindlicher „(...) Hinweis auf eine künftige Herauf- oder Herabstufung des Ratings zu verstehen“ ist. Auch andere Rating Agenturen *Moddy's* und *Fitch* haben diese Vorgehensweise mittlerweile übernommen. Wird ein Schuldner auf diese „(...) sogenannte Überwachungsliste einer der drei Agenturen (...)“ aufgenommen, zeigt dies dem Kapitalmarkt an, „(...) dass das bisherige Rating gegenwärtig auf den Prüfstand gestellt wird und ob eine Herauf -oder Herabstufung erwartet wird.“²¹⁰

Ratingfunktion und-Prozess

Rating stellt „(...) eine wesentliche Informationsquelle bei Investitionsentscheidungen in Bezug auf Verbriefung bzw. strukturierte Finanzprodukte“ dar. Nur sehr wenige Investoren verfügen über entsprechende und ausreichende Ressourcen, um eigenständig eine „(...) Analyse des verbrieften Forderungspools (...)“ vornehmen zu können. „Dies gilt insbesondere für die hochkomplexen Aktiva, die aus Tranchen mit unterschiedlichem Risiko-Rendite-Profil bestehen.“²¹¹ Während Investoren „bei traditionellen Finanzprodukten, wie Unternehmensanleihen (...)“, über einen relativ umfassenden Informationspool, „(...) den jeweiligen Emittenten (...)“ betreffend, verfügen, gestaltet sich das Rating strukturierter Produkte deutlich schwieriger, da hier die „(...) Investoren selbst meist keinen Zugang zu den erforderlichen Informationen haben.“ Die diese Tatsache „(...) unterscheidet Ratings für traditionelle Finanzprodukte (...)“, bei denen die Investoren „(...) nicht auf die Bewertung durch Ratingagenturen alleine angewiesen“ sind, „(...) deutlich von Ratings für strukturierte Produkte (...)“.²¹²

²⁰⁸ Vgl. Wappenschmidt, C. 2009, S.11 sowie Springub, F. 2010, S.46f.

²⁰⁹ Vgl. Wappenschmidt, C. 2009, S.10 sowie Springub, F. 2010, S.47

²¹⁰ Vgl. Kniese, W. 1996, S.15 sowie Springub, F. 2010, S.47

²¹¹ Vgl. Deutsche Bundesbank *Finanzstabilitätsbericht 2007*: Online im Internet 30.05.2011, S.22 sowie Springub, F. 2010, S.54

²¹² Vgl. Die Bank – Zeitschrift für Bankpolitik und Praxis *Die Rolle der Ratingagenturen*: Online im Internet 30.05.2011 sowie Springub, F. 2010, S.54

Rating strukturierter Finanzierungen und traditioneller Anleihen

Rating	<u>Strukturierte Finanzprodukte</u>	<u>Traditionelle Anleihen</u>
Rating-Prozess	Rating durch Analyst, Entscheidung durch Rating-Komitee	
Rating-Konzept	Ausfallwahrscheinlichkeit oder erwarteter Verlust	
	Tranchierung kann Wertpapiere mit gleichem erwarteten Verlust, aber unterschiedlichem unerwarteten Verlust schaffen.	Erwarteter Verlust, möglicherweise sinnvolle Schätzung des Kreditrisikos.
Strukturelle Elemente	Komplex; erfordert umfassende Analyse	Kann Strukturelle Elemente enthalten; erfordert weniger aufwändige Analyse
Kreditrisiko-Analyse	Modellorientierte, quantitative Analyse des Asset-Pools. ausgerichtet auf erwartete Cashflows aus dem verbrieften Vermögen.	Geringeres Gewicht der quantitativen Analyse. Ausgerichtet auf erwarteten Cashflow aus dem laufenden Geschäft.
Interessenkonflikt	Zwischen Originatoren, Investoren, dritten Parteien. Erfordert strukturelle und vertragliche Vorkehrungen.	Zwischen Eigentümern, Gläubigern, Management.
Natur des Ratings	Ex-ante-Ausrichtung; stärker modellbasiert; Emittent kann Rating vor Beschluss über endgültige Struktur durch Anpassungen kurzfristig beeinflussen.	Ex-post-Ausrichtung mit ex-ante-Elementen; mehr subjektive Einschätzung; kaum Möglichkeiten für Emittenten, Rating kurzfristig zu beeinflussen.
Rating-Verlauf	Meist stabiler, bei Änderungen jedoch stärkere Ausschläge.	Weniger stabil. Abhängig von dauerhafter Ertragskraft.

Abbildung 9: Unterschiede bei den Ratings strukturierter Finanzierungen und traditioneller Anleihen²¹³

Kritik und Probleme der Rating-Praxis vor dem Hintergrund der Finanzmarktkrise 2007/2008

▪ *Mögliche Interessenkonflikte für Ratingagenturen*

Die Entwicklungen in den letzten Jahren haben sehr deutlich aufgezeigt, dass die Bewertungen der komplexen strukturierten Finanzprodukte seitens der Ratingagenturen viel zu positiv ausgefallen sind. In diesem Zusammenhang lässt sich „(...) die bewusst zu unkritische Analyse der Ratingagenturen“ als möglicher Ursache benennen.²¹⁴

²¹³ Die Bank – Zeitschrift für Bankpolitik und Praxis *Die Rolle der Ratingagenturen*: Online im Internet 30.05.2011 sowie Springub, F. 2010, S.54

²¹⁴ Vgl. Sachverständigenrat *Jahresgutachten 2007/08*: Online im Internet 30.05.2011, S.121 sowie Springub, F. 2010, S.61

„Im Kern sind Ratingagenturen privatwirtschaftliche, gewinnorientierte Unternehmen, deren Haupteinnahmequelle die Gebühren für die Raterstellung sind“, die „(...) von ihren Auftraggebern, also von Emittenten (...)“, bezahlt werden. Die Emittenten sind „(...) von Natur aus an einer guten Bewertung interessiert (...).“²¹⁵ Trotz allem vertrauen in aller erster Linie Investoren „(...) auf ein unabhängiges und verlässliches Urteil (...).“²¹⁶ Die Ratingagenturen selbst hegen einen unternehmerisch betriebswirtschaftlichen Interesse daran, ihren Gewinn „(...) durch den Verkauf des Produktes *Rating* (...)“ zu maximieren. Auf Grundlage dieser „(...) Dreiecksbeziehung zwischen *Emittent-Ratingagentur-Investor* (...)“ besteht immer ein potentieller Interessenkonflikt.²¹⁷ „Die Anreize zu opportunistischem oder fahrlässigem Verhalten seitens aller Parteien werden dabei nicht ausgeschlossen.“²¹⁸

Erschwerend kommt hinzu, dass die Agenturen sowohl ihre Kunden dahingehend beraten, wie strukturierte Finanzprodukte „(...) zusammengestellt werden müssen, um ein bestimmtes Rating gerade noch zu erhalten (...)“, als auch im Anschluss „(...) die Bewertung dieser Produkte (...)“ selbst vornehmen.²¹⁹ „Daraus ergibt sich eines der Hauptprobleme der Ratingagenturen: ein Interessenkonflikt aufgrund ihrer Doppelfunktion als Berater und Bewerter.“²²⁰ Man nimmt an, dass die Ratingagenturen selbst in einem regelmäßigen Zeithorizont „(...) ihr Bewertungsmodell auf Anregung des Emittenten angepasst (...)“ haben, „(...) um für eine Verbriefung das gewünschte Ergebnis zu erreichen.“²²¹

Dazu ein Top-Manager einer Ratingagentur:

"Oft probiert eine Bank zusammen mit ihrer Ratingagentur verschiedene Mischungen von Subprime-Hypotheken, angereichert mit besseren Wertpapieren wie Unternehmensobligationen am Modell aus. Ergibt das Bewertungsmodell nach mehreren Versuchen immer noch ein unbefriedigendes Rating, wird es angeglichen bis die neue Note dem Gusto des Kunden entspricht.“²²²

²¹⁵ Vgl. Celjo-Hörhager, S. 2009, S.77 sowie Springub, F. 2010, S.61

²¹⁶ Vgl. Everling, O. 1991, S.90 sowie Springub, F. 2010, S.61

²¹⁷ Vgl. Rudolph, B. 2008, S.727 sowie Springub, F. 2010, S.61

²¹⁸ Bloss, M./Ernst, D./Häcker, J./Eil, N. 2009, S.99 sowie Springub, F. 2010, S.61

²¹⁹ Vgl. Bloss, M./Ernst, D./Häcker, J./Eil, N. 2009, S.100 sowie Springub, F. 2010, S.61

²²⁰ Terliesner, S. 2008, S.13 sowie Springub, F. 2010, S.61

²²¹ Vgl. Deutsche Bundesbank *Monatsbericht Juli 2008*: Online im Internet 30.05.2011, S.22 sowie Springub, F. 2010, S.61f.

²²² Schuermann und Welp 2008, S.49 sowie Springub, F. 2010, S.62

Ratingagenturen bewegen sich „(...) in einem Graubereich zwischen Beratung und Bewertung (...)“, was sich allerdings in der jüngeren Vergangenheit als suboptimal erwiesen hat, und diese „(...) beiden Dienstleistungen nicht verknüpft werden (...)“ sollten. „(...) Speziell der Fall *Enron* (...)“ verdeutlicht die Tatsache.²²³ „In den letzten Jahren vor Ausbruch der Krise haben die großen Agenturen die Hälfte ihrer Einnahmen aus dem Verbriefungsgeschäft bezogen.“²²⁴ Auf Grundlage dessen Bestand für die Ratingagenturen natürlich ein großer Anreiz, ihr Verbriefungsgeschäft auszubauen, um dadurch „(...) höhere Einnahmen zu erzielen (...).“²²⁵ Da zwischen den Agenturen ein harter Wettbewerb herrscht, „(...) ist es nicht in ihrem wirtschaftlichen Interesse die Kunden durch eine strenge Qualitätskontrolle abzuschrecken.“²²⁶ Ist ein Emittent mit einem Rating unzufrieden oder selbiges ist zu schlecht ausgefallen, kann er „(...) die Veröffentlichung eines Ratings zunächst untersagen (...)“, und sich mithilfe eines so genannten „(...) *Rating Shopping* gegebenenfalls die Agentur mit der besten Bewertung aussuchen.“²²⁷

▪ *Mangelnder Wettbewerb innerhalb der Rating*

„Aufgrund der erheblichen Nachfragesteigerung nach Ratings und deren Bedeutungszuwachs hat sich die Zahl der internationalen Ratingagenturen in den letzten Jahren stark erhöht.“ Trotz allem wird der globale Rating Markt „(...) von drei Agenturen, den US-amerikanischen Firmen *Standard & Poor's* und *Moody's* sowie der französisch-britischen Firma *Fitch* geprägt.“ Wie in Abbildung 10 verdeutlicht teilen sich die drei Unternehmen fast den gesamten Markt, mit 95 %, unter sich auf.²²⁸

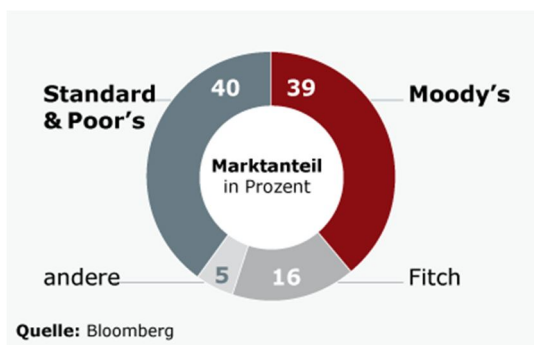


Abbildung 10: Aufteilung des Ratingmarktes in prozentualen Marktanteilen²²⁹

²²³ Vgl. Everling, O. 2007b, S.319 sowie Springub, F. 2010, S.62

²²⁴ Schuermann und Welp 2008, S.49 sowie Springub, F. 2010, S.62

²²⁵ Vgl. Rudolph, B. 2008, S.737 sowie Springub, F. 2010, S.62

²²⁶ Vgl. Merten, H.L. und Fiala, J. 2008, S.166 sowie Springub, F. 2010, S.62

²²⁷ Vgl. Rudolph, B. 2008, S.738f. sowie Springub, F. 2010, S.62

²²⁸ Vgl. Bloss, M./Ernst, D./Häcker, J./Eil, N. 2009, S. 100f. sowie Springub, F. 2010, S.62f.

²²⁹ Manager Magazin *Wir haben uns verschätzt*: Online im Internet 30.05.2011 sowie

„Alle drei Branchenführer haben jeweils einen umfassenden anleihen- und branchenübergreifenden Ratingservice konzipiert, den sie international anbieten.“ Die kleineren Agenturen haben sich im Vergleich dazu „(...) häufig stärker spezialisiert und können noch nicht den Nachweis zuverlässiger Beurteilungen erbringen.“²³⁰ Diese Tatsache führt dazu, dass kleinere Mitbewerber „(...) Probleme mit ihrer Marktakzeptanz (...)“ haben und sie somit „(...) keine ernstzunehmende Konkurrenz für die drei großen Agenturen (...)“ darstellen.²³¹ „Der Ratingmarkt weist damit oligopolistische Strukturen auf und ist durch einen unvollständigen Wettbewerb gekennzeichnet.“²³²

Die Zulassung einer neuen Ratingagentur gestaltet sich sehr schwierig, das unumstrittene zum „(...) mangelnden Wettbewerb auf dem Ratingmarkt (...)“ beträgt.²³³ Daher können sich neue Agenturen „(...) nur äußerst schwer am Markt etablieren.“²³⁴ Aufgrund der fehlenden Konkurrenz ergibt sich für das „(...) Ratinggeschäft ein großes Problem (...)“, denn „der mangelnde Wettbewerb führt zwangsläufig zu geringerer Transparenz.“²³⁵ „Die Fehleinschätzungen der führenden Agenturen werden im oligopolistischen Markt nicht zwangsläufig sanktioniert und ein möglicher Reputationsverlust wegen inakkurater Ratings ist de facto nicht gegeben.“ Infolgedessen wäre ein Wechsel zu einer anderen Agentur „(...) nur schwer möglich, da es nun mal nur wenige anerkannte Wettbewerber gibt.“²³⁶

▪ *Haftung von Ratingagenturen*

Wenn wir uns in der Haftungsproblematik von Ratingagenturen befinden, ist zunächst zu berücksichtigen, „(...) wer mögliche Haftungsansprüche gegenüber den Ratingagenturen stellen kann.“ Fällt das Rating zu niedrig aus, sind dies die Emittenten, fällt es zu hoch aus, sind dies die Anleger. Bei der „(...) Verantwortlichkeit der Agenturen (...)“ für eine Rating ist es zudem entscheidend, „(...) ob die Raterstellung von Emittenten beauftragt oder nicht beauftragt war, da die Haftung entsprechend vertraglicher oder

Springub, F. 2010, S.63

²³⁰ Vgl. Forschungsgruppe Aktienmarktregulierung *The Power to Rate* Online im Internet: 30.05.2011 S.15 sowie Springub, F. 2010, S.63

²³¹ Vgl. Everling, O. 1991, S.83 sowie Springub, F. 2010, S.63

²³² Forschungsgruppe Aktienmarktregulierung *The Power to Rate* Online im Internet: 30.05.2011 S.15 sowie Springub, F. 2010, S.63

²³³ Vgl. Terliesner, S. 2008, S.13 sowie Springub, F. 2010, S.63

²³⁴ Vgl. Rosenbaum, J. 2009, S.52 sowie Springub, F. 2010, S.63f.

²³⁵ Vgl. Kniese, W. 1996, S.69 sowie Springub, F. 2010, S.64

²³⁶ Vgl. Terliesner, S. 2008, S.13 sowie Springub, F. 2010, S.64

außervertraglicher Natur sein kann.“²³⁷ Auf Grundlage dieser Ausführungen sollte deutlich geworden sein, dass „(...) Ratingagenturen in dieser Hinsicht eigentlich angreifbar seien müssen, wenn man den Verlauf der Finanzmarktkrise betrachtet“, dies scheint sich allerdings deutlich schwieriger zu gestalten als gedacht.²³⁸

Aufgrund ihrer Argumentation, „(...) dass ihre Ratings lediglich eine Wertung bzw. Meinungsäußerung (...)“ seien, konnten sich die Ratingagenturen in der Vergangenheit vor Regressansprüchen verwehren und bewegten sich somit „(...) über Jahre hinweg in einem Graubereich (...)“ und konnten „(...) für ihre Ratings nicht haftbar“ gemacht werden. Wenn man sich nun allerdings „(...) das veränderte Geschäftsmodell und die geänderte Art der Bezahlung von Ratingagenturen (...)“ ansieht, verdeutlicht sich, dass die „(...) Agenturen für strukturierte Finanzprodukte werben, anstatt wie ursprünglich eine Meinungsäußerung zu verfassen.“²³⁹ „Dennoch verlangen Ratingagenturen, obwohl sie eine aktive Rolle bei der Strukturierung hatten, einen Schutz vor Haftung aufgrund des Rechts auf Meinungsfreiheit. Dies hat zur Konsequenz, dass sie nur haften, wenn der Anspruchsteller eine Arglist oder grobe Fahrlässigkeit nachweisen kann.“²⁴⁰

▪ Defizite im Rating Prozess

Aufgrund von Qualitätsmängeln und einer viel zu geringen „(...) Erfahrung im Umgang mit der Verbriefung von Subprime-Krediten (...)“ kam es zu groben „(...) Fehleinschätzungen bei der Bewertung strukturierte Finanzprodukte (...)“. Daher sollen im folgenden Defizite in Anlehnung an den *Ratingprozess* angeführt werden:

a) *Überbewertung mathematisch/statistischer Methoden*

Die aktuelle Finanzmarktkrise hat gezeigt, dass die „(...) dem *Ratingprozess* zu Grunde (...)“ liegenden mathematisch/statistischen Methoden gänzlich überbewertet worden. Die „Ergebnisse dieser mathematischen Modelle (...)“ stehen im engen Zusammenhang mit den „(...) Annahmen bezüglich der Ausfallwahrscheinlichkeit der Portfoliobestandteile und deren Korrelation untereinander (...)“, weshalb aus Krediten mit „(...) minderer Bonität bei geringerer Korrelation, und dadurch starker Diversifikation, sehr sichere Wertpapiere entstehen“ können. Auf der anderen Seite „(...) ist das Ausfallrisiko von

²³⁷ Vgl. Plück, R. und Kühn, P. 2005, S.240 sowie Springub, F. 2010, S.64

²³⁸ Vgl. Bloss, M./Ernst, D./Häcker, J./ Eil, N. 2009, S.101 sowie Springub, F. 2010, S.64

²³⁹ Vgl. Bloss, M./Ernst, D./Häcker, J./ Eil, N. 2009, S.101 sowie Springub, F. 2010, S.64

²⁴⁰ Eisen, M. 2007, S.273ff. sowie Springub, F. 2010, S.64f.

Pools bei hoher Korrelation typischerweise deutlich höher (...)“, auch wenn sich „(...) die zu Grunde liegenden Kredite (...)“ durch „(...) eine relativ gute Bonität (...)“ auszeichnen.²⁴¹

Seitens der Ratingagenturen wurden auf Grundlage historischer Entwicklungen „die Annahmen über die Ausfallrisiken (...)“ abgebildet. Da die strukturierten Produkte allerdings ein relativ junges Produkt der Finanzmarktakteure waren, konnten die Ratingagenturen nur auf eine sehr kurze Datenhistorie zurückgreifen, die „(...) für eine solide Korrelationsberechnung (...)“ nicht ausreichend war.²⁴² Wie die Finanzkrise allerdings verdeutlichte, war „(...) die tatsächliche Korrelation zwischen verschiedenen Hypothekenkrediten deutlich höher (...)“ als das die Ratingagenturen in der Vergangenheit angenommen hatten, was dazu führte, dass „(...) das tatsächliche Ausfallrisiko der ABS massiv unterschätzt“ worden war.²⁴³ Da die „(...) Immobilienpreise in den USA bis zum Jahr 2006 (...)“ durch einen permanenten Anstieg gekennzeichnet waren, „(...) gab es auch keine Erfahrungen und Erkenntnisse über das Verhalten der *ABS-Portfolios* in kritischen Zeiten.“ Darüber hinaus täuschte man sich in der Annahme, „(...) dass ein Pool gleichartiger Darlehen aus verschiedenen Teilen der Vereinigten Staaten bereits ausreichend diversifiziert ist.“²⁴⁴

b) *keine Berücksichtigung von Markt- und gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen als Einflussgröße auf Ratings*

Unverständlich bleibt auch, warum Ratingagenturen Markt- und Liquiditätsrisiken in ihren bisherigen Analysen nicht berücksichtigt haben, obwohl sie „(...) einen erheblichen Einfluss auf den Wert eines strukturierten Finanzproduktes haben können (...)“. Da sich die Agenturen in diesem Zusammenhang bei ihren Ratings nur auf „(...) das Kreditausfallrisiko zum aktuellen Zeitpunkt (...)“ konzentriert haben, „(...) konnten die Auswirkungen eines Zusammenbruchs des Immobilienmarktes und der Vertrauensverlust gegenüber Verbriefungsprodukten in den Bewertungsmodellen nicht berücksichtigt werden.“²⁴⁵

²⁴¹ Vgl. Die Bank – Zeitschrift für Bankpolitik und Praxis *Die Rolle der Ratingagenturen*: Online im Internet 30.05.2011 sowie Springub, F. 2010, S.65

²⁴² Vgl. KfW Research *Die wirtschaftspolitischen und regulatorischen Auswirkungen der Subprime-Krise*: Online im Internet 30.05.2011, S.22

²⁴³ Vgl. Schönebeck, H. 2007, S.407 sowie Springub, F. 2010, S.66

²⁴⁴ Vgl. Die Bank – Zeitschrift für Bankpolitik und Praxis *Die Rolle der Ratingagenturen*: Online im Internet 30.05.2011 sowie Springub, F. 2010, S.66

²⁴⁵ Vgl. Deutsche Bundesbank *Finanzstabilitätsbericht 2007*: Online im Internet 30.05.2011 S.22 sowie

c) Falsche Interpretation von Wirkungszusammenhängen

Konträr ist auch, dass obwohl die Zinsen begannen zu steigen und „(...) ein Preisverfall am Immobilienmarkt (...)“ einsetzte, „(...) sich das Wachstum des Subprime Sektors trotzdem weiter“ beschleunigte. „Angesichts der widersprüchlichen Signale (...)“ der entscheidenden Marktindikatoren, hätten die Agenturen in ihrer Vorgehensweise mehr Vorsicht walten lassen müssen.²⁴⁶ Das Know-how der Ratingagenturen hätte es zulassen müssen, dass die Risiken „(...) bei der Bewertung der Emissionen von *STVs* und *Conduits* (...)“ erkannt werden, „(...) die aus einer auffälligen Fristentransformation bei diesen Zweckgesellschaften entstanden.“ Bestand das Vermögen dieser Gesellschaften doch „(...) ausschließlich aus Wertpapieren mit einer stetig schlechter werdenden Qualität.“²⁴⁷

d) Verwendung der gleichen Ratingskala wie bei traditionellen Anleihen

Sowohl „Risikoeigenschaften, Ratingstabilität sowie der Ratingprozess (...)“ unterscheidet sich bei strukturierten Finanzprodukten „(...) deutlich von denen der traditionellen Anleihen.“ Aufgrund dessen verwundert es, dass Ratingagenturen für beide Produkte ein und dieselbe Ratingskala verwenden. In diesem Zusammenhang ist es nicht ausgeschlossen, dass Investoren die „(...) Unterschiede zu traditionellen Anleihen mit gleichem Rating nicht angemessen berücksichtigten.“ Da die Renditen strukturierter Finanzprodukte deutlich höher ausfallen als Renditen traditioneller „(...) Anleihen mit gleichem Rating“, kann dies dazu führen, „(...) dass Investoren sich für die Anlage in einem Portfolio entscheiden, dass höhere Risiko als beabsichtigt beinhaltet.“²⁴⁸

e) Vernachlässigung des Monitoring

Da Ratingagenturen „(...) nach dem Prinzip *Learning by Doing*“ arbeiten, ergeben sich aus ihren neuen Erkenntnissen „(...) regelmäßige Anpassungen ihrer Ratingmethoden.“ Trotz der großen Verantwortung, die die Ratingagenturen gegenüber den Marktteilnehmern haben, wurden diese Anpassungen „(...) oftmals nur halbherzig umgesetzt.“ So gibt es keine Entschuldigung dafür, dass „(...) Agenturen nur selten neue Ratings für existierende Strukturen erstellen bzw. bestehende Ratings nicht nachbewertet werden,

Springub, F. 2010, S.66

²⁴⁶ Vgl. Die Bank – Zeitschrift für Bankpolitik und Praxis *Die Rolle der Ratingagenturen*: Online im Internet 30.05.2011 sowie Springub, F. 2010, S.66f.

²⁴⁷ Vgl. Rudolph, B. 2008, S.721 sowie Springub, F. 2010, S.67

²⁴⁸ Vgl. Deutsche Bundesbank *Finanzstabilitätsbericht 2007*: Online im Internet 30.05.2011, S.20 sowie Springub, F. 2010, S.67

wenn neue Methoden zur Risikobewertung zur Verfügung stehen.“²⁴⁹ Der Grund für diese nachlässige Arbeitsweise der Ratingagenturen ist denkbar einfach, „(...) wenn man sich das Gebührenmodell der Agenturen (...)“ einmal genauer ansieht. Hier wird deutlich, dass die Kosten für ein Erstrating erheblich höher ausfallen „(...) als für ein Folgerating.“²⁵⁰ „Folglich besteht für die Agenturen der Anreiz, sich vorrangig auf das Neugeschäft zu konzentrieren“, was eine gute qualitative und quantitative Ausstattung des Monitoringbereiches deutlich erschwert.²⁵¹

f) Unzureichende Veröffentlichung hinsichtlich Modellen und deren Annahmen

Damit Investoren eine qualitativ hochwertige Entscheidung treffen können, sind sie „(...) auf ausreichende Informationen über die wesentlichen Charakteristika der Ratings und die bei der Bewertung verwendeten Modelle und Modellannahmen angewiesen.“ Allerdings haben sich „die von den Ratingagenturen veröffentlichten Informationen (...)“ „(...) als unvollständig erwiesen, da wesentliche Elemente wie Gewichtung einzelner Beurteilungsfaktoren unklar blieben.“²⁵²

▪ *Angemessenheit der Risikobewertung*

„Als die Subprime-Krise ausbrach (...)“, standen die Ratingagenturen im Mittelpunkt der Beschuldigungen. Hauptsächlich in unserer Last gelegt, sie hätten das Risiko für die komplexen strukturierten Finanzprodukte vollkommen falsch eingeschätzt. In gewisser Hinsicht mögen diese Vorführung oder auch zutreffen, allerdings „(...) muss zu ihrer Verteidigung gesagt werden, dass ihre Ratings durch manche Investoren missverstanden und missbraucht wurden.“ Eine Vielzahl von Investoren interpretierten in das Rating „(...) zeitgleich eine Aussage über das Markt- oder Liquiditätsrisiko eines Finanztitels“, die allerdings nicht Bestandteil eines Ratings sind, „(...) da nur das Kreditrisiko eines bis zur Endfälligkeit gehaltenen Wertpapiers den Kern eines Ratings ausmacht.“ Nicht abzustreiten ist allerdings die Tatsache, dass so entscheidende „(...) Faktoren wie das Markt- oder Liquiditätsrisiko (...)“ als ergänzende und „(...) weiterführende Analyse in das Rating einfließen sollten.“ Aufgrund des hohen Wettbewerbsdrucks am Ratingmarkt ist es seitens der Ratingagenturen zu Fehlern gekommen, da „unter erheblichen Zeitdruck (...)“ gearbeitet werden musste, und in der Folge „(...) teilweise nur oberflächli-

²⁴⁹ Vgl. Bloss, M./Ernst, D./Häcker, J./ Eil, N. 2009, S.104 sowie Springub, F. 2010, S.67f.

²⁵⁰ Eisen, M. 2007, S.105 sowie Springub, F. 2010, S.68

²⁵¹ Bloss, M./Ernst, D./Häcker, J./ Eil, N. 2009, S.104 sowie Springub, F. 2010, S.68

²⁵² Vgl. Die Bank – Zeitschrift für Bankpolitik und Praxis *Die Rolle der Ratingagenturen*: Online im Internet 30.05.2011 sowie Springub, F. 2010, S.68

che Bewertungen und Analysen der Risiken der komplexen strukturierten Finanzprodukte durchgeführt“ wurden. „Somit war bei manchen Emissionen die angemessene Risikobewertung nicht gewährleistet und stellt ein schwerwiegendes Versäumnis seitens der Agenturen dar.“²⁵³

▪ *Vergleichbarkeit von Ratingergebnissen*

„Die Vergleichbarkeit von Ratingergebnissen kann sich zum einen auf die horizontale Ebene, das heißt zwischen Emissionen oder Agenturen, aber zum anderen auch auf der vertikalen Ebene, also zeitlich, beziehen.“²⁵⁴

Während man bei einer horizontalen Vergleichbarkeit von *Komparabilität* spricht, bezeichnet man eine vertikale Vergleichbarkeit als *Kontinuität*.²⁵⁵

„Ratings gelten als komparabel, wenn zu einem gegebenen Zeitpunkt das gleiche Rating für unterschiedliche Finanztitel das gleiche Bonitätsrisiko abbildet.“²⁵⁶ „Dies ist vorstellbar bei der Bewertung unterschiedlicher Finanztitel oder der Bewertung gleicher Finanztitel unterschiedlicher Unternehmen bzw. Branchen.“²⁵⁷ Daraus lässt sich erkennen, dass es sich bei einer horizontalen Vergleichbarkeit um „(...) eine statische Betrachtung“ handelt.²⁵⁸

„Ratings gelten dann als kontinuierlich, wenn ein AAA-Rating heute die gleiche Bonität eines Emittenten signalisiert wie ein AAA-Rating von vor zehn Jahren.“²⁵⁹ „Somit beschreibt die vertikale Vergleichbarkeit die dynamische Betrachtung von Titeln.“²⁶⁰

„Aus diesen zwei Aussagen ergeben sich folgende Probleme bei der Vergleichbarkeit von Ratingergebnissen“.²⁶¹

Zwangsläufig ergeben sich „(...) Bewertungsunterschiede aus der Analyse der einzelnen Risikoklassen.“ Die Bandbreite reicht von branchenspezifischen Risiken „(...) bis hin zu unternehmensspezifischen Risiken.“ Der Aussagewert dieser Kennzahlen ist nur dann von hohem Stellenwert, wenn der Vergleich streng branchenintern durchgeführt wird, was auch „(...) für den Wert von Managementqualität und Wettbewerbsposition“

²⁵³ Vgl. Bloss, M./Ernst, D./Häcker, J./Eil, N. 2009, S.104 sowie Springub, F. 2010, S.72

²⁵⁴ Serfling, K./Badack, E./Jeiter, V. Wiesbaden, 1996, S.650 sowie Springub, F. 2010, S.73

²⁵⁵ Vgl. Springub, 2010, S.73

²⁵⁶ Everling, O. 1991, S.303 sowie Springub, F. 2010, S.73

²⁵⁷ Serfling, K./Badack, E./Jeiter, V. Wiesbaden, 1996, S.650 sowie Springub, F. 2010, S.73

²⁵⁸ Vgl. Everling, O. Wiesbaden, 1991, S.303f. sowie Springub, F. 2010, S.73

²⁵⁹ Everling, O. Wiesbaden, 1991, S.300 sowie Springub, F. 2010, S.73

²⁶⁰ Everling, O. Wiesbaden, 1991, S.304 sowie Springub, F. 2010, S.73

²⁶¹ Springub, F. 2010, S.73

gilt. Aus diesem Grund sollte einmal „(...) kritisch hinterfragt werden, ob ein Vergleich zwischen *Assetklassen* durch Rating überhaupt möglich ist.“ Zusätzlich können sich auch einzelne Merkmale von Wertpapieren, wie beispielsweise deren Laufzeit und der Ausstattung erheblich voneinander unterscheiden und somit große Bewertungsunterschiede bewirken.²⁶² „So erhalten beispielsweise kurzfristige Geldmarktpapiere wegen der kurzen Laufzeit tendenziell gute Ratings, während Wandelanleihen ihrer Nachrangigkeit eher niedriger geratet werden.“²⁶³

Die Bewertungsbesonderheiten machen eine vollständige „(...) Vergleichbarkeit aller gerateten Wertpapiere nur bedingt möglich.“ Deshalb „(...) können Ratings kein einheitliches und allgemeingültiges Maß für die Risikokomponenten im Zins sein, da sie manche Risiken, wie das Marktpreis-, Liquiditäts- oder Marktzinsänderungsrisiko, aufgrund ihrer schweren Messbarkeit nicht berücksichtigen können.“ „(...) Die Standardisierung der Ratingsymbolik (...)“ so generiert trotz allem „(...) eine Vergleichbarkeit der bewerteten Titel, egal ob es die traditionellen Anleihen oder strukturierte Finanzprodukte sind“, was es für Investoren sehr schwer macht und Ratingagenturen dazu anhalten sollte, „(...) ihre Ratingsymbolik stärker zu differenzieren.“²⁶⁴

Warum Basel II sowie andere finanzmarktpolitische und regulatorische Ursachen die Finanzkrise noch verschärften

Da Finanzmärkte zu einer beachtlichen Volatilität tendieren, sind „immer wieder kehrende spekulative Ausuferungen in unterschiedlichen Investitionsbereichen (...)“ typisch. Die zuerst „(...) in ihrer Freizügigkeit stark eingeschränkten Finanzmärkte (...)“ werden jetzt von einer konsequenten Liberalisierung geprägt, die „(...) supranationale/globale Transaktionen und damit die Übertragung von Finanzmarktbewegungen – sowohl Aufschwünge als auch Krisen – aus Teilmärkten in Gesamtmarkt“ begünstigt. Da sich das Netz „(...) elektronische Kommunikations- und Dispositionssysteme (...)“ in den letzten Jahren so stark verdichtet hat, konnte eine internationale Vernetzung stark ausgebaut werden und in der Folge „(...) die Transferkosten für Finanzmarkttransaktionen stark gesenkt“ werden. Der rasante technische Fortschritt trägt außerdem zu einer

²⁶² Vgl. Serfling, K./Badack, E./Jeiter, V. Wiesbaden, 1996, S.650 Springub, F. 2010, S.73f.

²⁶³ Serfling, K./Pries, A. 1990, S.383 Springub, F. 2010, S.74

²⁶⁴ Vgl. Serfling, K./Badack, E./Jeiter, V. Wiesbaden, 1996, S.651 Springub, F. 2010, S.74

rasanten „(...) Ausbreitung automatisierter Programm- und Veranlagungsroutinen bei.“ Zudem ist ein Anstieg der „(...) Schwungmasse der eingesetzten Finanzmittel (...)“ zu beobachten die „(...) mit der Zunahme von kapitalmarktorientierten Veranlagungs-, Pensions- und Versicherungssystemen“ einhergehen. In diesem Zusammenhang nimmt „die Schwankungstiefe- und breite von Aufschwüngen und Abschwüngen (...)“ ebenfalls zu. Vor diesem Hintergrund wäre es finanzmarktpolitisch korrekt gewesen „(...) keine Systemanreize zu setzen (...)“, da sie „(...) über die für Finanzmärkte typischen Grundrisiken hinaus zu vermehrter Spekulation und Marktschwankungen beitragen.“ Nichts desto trotz sind in den letzten Jahren gerade diese Maßnahmen „(...) sowohl im Bereich der Bilanzierungssysteme als auch im Regulierungssystem (...)“ gesetzt worden. Beide Systeme haben bei der „(...) Herausbildung der aktuellen Finanzmarktkrise“ eine entscheidende Rolle gespielt, da sie „in den letzten Jahren eine stark prozyklische Wirkung gezeigt (...)“ haben, wobei sich diese „(...) Prozyklizität von Bilanzierungssystemen und Bankenregulierung (...)“ „(...) als eine entscheidende Ursache für die Dimension und Dauer der Finanzmarktkrise“ erwiesen hat.²⁶⁵

Marked to Market: Der Spekulationshebel der Marktpreis-Bewertung

Betrachtet man das „(...) Bilanzierungsprinzip der Marktpreis-Bewertung („marked to market“)“ einmal näher, stellt es sich als „der entscheidende prozyklische Anreiz zu spekulativen Dispositionen auf den Finanzmärkten (...)“ heraus. Im Zusammenhang „(...) mit dem Ersatz der gläubigerorientierten Bilanzierungssysteme (traditionellerweise HGB/UGB) (...)“ hat benanntes Bewertungsprinzip „(...) durch die kapitalmarkt- und vermeintlich anlegerorientierten Bilanzierungssysteme (IFRS, US-GAAP) (...)“ in die Praxis Einzug gehalten. Grundlage dieses Prinzips ist die Annahme, dass sich jeder Vermögensbestand „(...) jederzeit zu seinem Marktwert bewerten (...)“ ließe „(...) und dementsprechend als Bilanzposition (...)“ abgebildet werden kann. Vordergründig wird der verpflichtenden „(...) Transparenz und Offenlegung stiller Reserven gegenüber dem Anleger (...)“ Rechnung getragen. Auf den ersten Blick scheint dieser Ansatz überzeugend zu sein, allerdings ist die Ausprägung der Prozyklizität doch relativ stark. Prozyklizität „(...) wirkt sowohl im Aufschwung wie auch im Abschwung nicht nur linear sondern sogar progressiv.“ „In besonderer Weise gilt dies für die Wirkung der kapitalmarktorientierten Bilanzierungsprinzipien in Bankbilanzen auf das gesamte Finanzmarktsystem.“ Dabei stehen „vor allem Banken und sonstige Kapitalmarkt-Investoren

²⁶⁵ Vgl. Stadler, W. *Finanzpolitische und regulatorische Ursachen der Finanzmarktkrise* Wien, S.1

(...)“ im Mittelpunkt, die in den letzten Jahren „(...) unter dem Einfluss der Spielregeln der Kapitalmärkte (...)“ „(...) immer stärker nach kapitalmarktorientierten Erfolgs-Kennzahlen gesteuert“ wurde in. Vor allem die sogenannte *Eigenkapital-Rendite* auch *Return on Equity* oder *ROE* spielte dabei eine entscheidende Rolle. Oberstes Ziel der agierenden Finanzmarktteilnehmer war die Maximierung des Ertrags „(...) bezogen auf das eingesetzte Eigenkapital (...)“. Um sicherzustellen, dass die Ertragsmaximierung in Abhängigkeit vom eingesetzten Eigenkapital nicht dadurch realisiert wird, dass den viel zu „(...) knappen Eigenmitteln ein zu hoher *Fremdmittel-Hebel (Leverage)* gegenübersteht (...)“, kam es im Bankensektor zur Herausbildung sogenannter *Mindesteigenmittelquoten*, „(...) die es in Relation zu den jeweiligen Fremdmitteln jedenfalls vorzuhalten galt.“ Nicht nur die Mindesteigenmittelquote, auch die Kernkapitalquote, die sich „(...) als entscheidende wachstums-limitierende Größe (...)“ darstellt, musste ebenfalls „(...) ein als angemessen erachtetes Niveau aufweisen.“ „Das Konstant-Halten dieser Kernkapitalquote bzw. eines korrespondierenden Leverage-Niveaus erweist sich vor dem Hintergrund der Wirkungsweise der „marked to market“-Bilanzierung allerdings als Scheinsicherheit.“ Somit konnte dieser Grundsatz zu einer wirklichen Verlässlichkeit der Bankbilanzen nur bedingt beitragen. Vielmehr konnte dadurch das „(...) inflationäre Wachstum sogar dramatisch gefördert“ werden. „Das Prinzip der Bepreisung von Assets nach Marktpreisen wirkt stark progressiv in Richtung Bilanzerweiterung.“ In der Boomphase werden aufgrund der erhöhten Nachfrage nach *Assets* deren Preisniveaus „(...) nach oben getrieben und die positiven Markt(preis-)erwartungen prozyklisch verstärkt“, was einen entscheidenden „(...) Verstärker für das Auftreten von *Asset-Bubbles*“ darstellt. „Begleitend zur progressiven Ausweitung der Bilanzen im Boom erhöht sich mit dem Aggregat der wachsenden Bilanzen die (Buch-)Geldmenge.“ Eine Kettenreaktion sorgt bei „(...) steigenden Asset-Preisen und der damit ständig weiter in die Höhe getriebenen Investitions- und Verschuldungskapazität (...)“ nicht nur dafür, dass diese „(...) Geldmenge im Aufschwung massiv (...)“ zunimmt, sondern auch für das Auftürmen „(...) progressiv wachsender Buchgeld-Wertegebirge (...)“ ins Unermessliche. Dabei muss angemerkt werden, dass dies „(...) stets unter Wahrung der auch von den Rating-Agenturen für solide eingeschätzten, unverändert „konservativen“ Eigenmittel- bzw. Leverage-Quoten“ geschieht.²⁶⁶

²⁶⁶ Vgl. Stadler, W. *Finanzpolitische und regulatorische Ursachen der Finanzmarktkrise* Wien, S.1f.

Hybride Eigenmittel als ergänzender Wachstumstreiber

Weil die Finanzmarktteilnehmer glaubten „(...) das Perpetuum mobile der Geldvermehrung gefunden“²⁶⁷ zu haben, war ihnen die eben „(...) geschilderte, prozyklisch und sogar progressiv auf extensives Bilanzwachstum hinwirkende Bilanzierung nach dem „marked to market“ – Prinzip (...)“ noch nicht genug. „Wo das innenfinanzierte Wachstum der Eigenmittel oder deren Zuführung über Kapitalerhöhungen von außen nicht ausreichte, gab es Möglichkeiten, echte Eigenmittel durch hybrides Eigenkapital (Nachrangkapital, Partizipationskapital etc.) zu ergänzen.“ So ließ ein Aufschwung erkennen, dass sich die Bereitschaft diese „(...) Mittel einander zur Verfügung zu stellen bzw. bei (vor allem institutionellen) Anlegern einzuholen (...)“, deutlich erhöhte. In diesem Zusammenhang stieg die Möglichkeit diesen „Fremdmittel-Hebel (Leverage) noch weiter auszufahren (...)“, in den letzten Jahren deutlich an.²⁶⁸

Sinkende Eigenmittelquoten und Management-Incentives als zyklischer Verstärker

Die angeführten Effekte verstärkten sich noch mehr, da „(...) sich während der Expansionsphase des Finanzsystems die Gewohnheit herauskristallisierte, tendenziell eher niedrigere Kernkapitalquoten als solide anzusehen.“ So konnte beobachtet werden, dass man Eigenkapital-beziehungsweise Kernkapitalquoten in einer Größenordnung „(...) von rund 7 bis 9% als ausreichend“ empfand. Die Tatsache niedrigerer Eigenmittelquoten zu halten kam den Finanzmarkt Teilnehmern in Bezug auf die Steigerung des ROE natürlich entgegen. So ermöglichte man „(...) eine noch bessere Erfüllung der Zielsysteme von Incentive-Strukturen bei Manager-Gehaltssystemen“, denn die meisten dieser vermeintlichen Topmanager erhalten neben ihrem Fixgehalt, Bonizahlungen, die sich „(...) fast ausschließlich an (bewertungsabhängigen) Ertragserfolgen, an der Kursentwicklung kapitalmarktorientierter Unternehmen und eben an Kennzahlen wie dem ROE“ orientieren.²⁶⁹

Basel II als regulatorischer De-Stabilisator des Bankensystems

Bis heute ist man der Meinung, dass „(...) das Regulierungssystem von Basel II trage entscheidend zur Stabilisierung der Finanzmärkte bei“ einige Stimmen behaupten sogar, dass der Finanzmarkt hätte vermieden werden können, „(...) wäre nur Basel II schon vollständig umgesetzt gewesen.“ Stadler ist allerdings gegenteiliger Meinung. Basel II

²⁶⁷ boerse.ARD.de Im März 2000 platzte die Dotcom-Blase: Online im Internet 24.06.2011

²⁶⁸ Vgl. Stadler, W. *Finanzpolitische und regulatorische Ursachen der Finanzmarktkrise* Wien, S.3

²⁶⁹ Vgl. Stadler, W. *Finanzpolitische und regulatorische Ursachen der Finanzmarktkrise* Wien, S.3

habe sich „(...) in wesentlichen Punkten als stark prozyklisch (...)“ erwiesen, so dass es „(...) in Verbindung mit den bisher angeführten, vom Marktwert-Prinzip verursachten Zyklus-Treibern (...)“ einen eher gefährlichen und destabilisierenden Charakter aufweist.²⁷⁰

In der Folge wird das Regulativ von Basel II „(...) damit zum Krisenverstärker, statt im Abschwung zur Finanzmarktstabilität beizutragen.“ Das wesentliche Problem liegt hier „(...) in der starken Bezugnahme auf Wertfeststellungen (...)“, die in Abhängigkeit der wirtschaftlichen Dynamik „(...) nur augenblicksbezogen sein können (...)“, im Regulierungssystem von Basel II „(...) aber als Datum für die Festlegung der Eigenmittelerfordernisse einer Bank herangezogen werden, nämlich den Bonitätseinstufungen nach Rating-Klassen.“ Laut *Stadler* sollte Basel II „(...) im Unterschied zu seinem Vorgänger Basel I von der einheitlichen Unterlegung von Ausleihungsrisiken von Banken mit einheitlichen 8 % abrücken und im Gegensatz dazu eine differenziertere Eigenmittelunterlegung ermöglichen.“ Danach sollten die Aktiva einer Bank in Anlehnung an ihre „(...) aktuellen Rating-Einstufungen nach Risiko gewichtet werden (...)“ dem so genannten *risk weighted assets* oder *RWA*, um auf Grundlage dessen „(...) die jeweiligen Eigenmittelerfordernisse präzise ausrichten zu können.“ Besitzen Risiken einer Bonitätseinstufung bzw. weisen sie ein erstklassigen Rating nach, sollte es Basel II ermöglicht werden, dass diese Risiken mit weit „(...) weniger Eigenmitteln unterlegt werden müssen.“ Da Großbanken auf einer komplexen und äußerst anspruchsvollsten Ausprägungsform, dem so genannten *IRB-Ansatz* basieren, waren die Finanzmanager in ihrem Ehrgeiz gepackt, „(...) die knappen Eigenmittel durch Fokussierung der zusätzlichen *Assets* auf höhere Bonitätsstufen so effizient wie möglich einzusetzen.“ In diesem Zusammenhang lässt sich „(...) die Einstufung der *Ausleihungen* bzw. *Asset-Portfolios* von Banken nach Risikokategorien (...)“ in Abhängigkeit von Rating-Klassen von der Grundidee als „(...) durchaus sinnvolle Angelegenheit“ definieren. Noch nie konnten sich Banken einen so detaillierten und „(...) präzisen Überblick über den jeweiligen Risikostatus aller Teil-Portfolien (...)“ verschaffen wie heute. Wenn das Rating nicht von externen Ratingagenturen übernommen wird, „(...) arbeiten bankinterne Risikoanalyse-Teams (...)“ fieberhaft „(...) an Rating-Einstufungen jedes einzelnen Engagements.“ Daraus ergibt sich ein entscheidender Vorteil, der in Bezug auf Unternehmensfinanzierungen „(...) klare Schlüsse für die notwendige Mindest-Bepreisung des Risikos gegen-

²⁷⁰ Vgl. Stadler, W. *Finanzpolitische und regulatorische Ursachen der Finanzmarktkrise* Wien, S.3 I

über dem Kunden (...)“ zulässt. „Je geringer das Unterlegungserfordernis mit Eigenmitteln (...) desto günstiger die geforderte Zinsmarge.“²⁷¹

Das eigentliche Problem liegt allerdings auch hier in einer „(...) extremen Prozyklizität des Systems von Basel II.“ Diese Problematik ist erst „(...) im Zusammenhang mit der Finanzmarktkrise (...)“ wirklich zum Vorschein getreten. Schon bei der Verfassung des neuen Regelwerks wurde auf die Prozyklizität von Basel II von Skeptikern energisch hingewiesen, doch trotz aller Bemühungen ließen sich „(...) das Baseler Komitee und mit ihm alle politischen Adressaten, die das System später zur Verpflichtung machten(...)“, nicht vom eingeschlagenen Weg abbringen.²⁷²

Das Problem des prozyklischen Charakters von Basel II liegt darin, dass im Aufschwung „(...) sinkende Ausfallquoten und zunehmend besser werdende Bonitäten aller Assets dazu (...)“ führen, „(...) dass bei entsprechend steigenden Rating-Einstufungen die zur Risikounterlegung erforderlichen Eigenmittel immer geringer werden.“ Betrachtet man *Risk weighted assets* in einer Boomphase, so kann man feststellen, dass der relative Verbrauch zurückgeht, und dadurch weiterer „(...) Spielraum für die Ausdehnung der Bilanzen und wiederum progressiv erweiterte Buchgeldschöpfung“ entsteht. Schlägt allerdings die Phase eines Booms in eine Phase des Abschwungs um, wirken die Auswirkungen des Abschwungs „(...) nun mit verheerender Dynamik in die gegenteilige Richtung.“ Große Teile der Mittel, die von den Regierungen im Jahr 2009 für die Stärkung der Eigenmittel der Bank zur Verfügung gestellt wurden, werden im Folgenden „(...) allein dadurch verbraucht, dass in allen nach dem *IRB-Ansatz* bilanzierenden Banken die erwarteten Herabstufungen der Ratings („rating-shift“) zusätzliche Eigenmittel binden (...).“ Dieses gebundene Eigenkapital steht dann nicht mehr, „(...) für die Ausreichung neuer (ebenfalls mit Eigenmitteln zu unterlegenden) Kredit- oder Garantielinien (...)“ auf Verfügung, man spricht von „(...) *Eigenmittel im Abschwung verzehrender regulatorischer Dynamik* (...)“. Diese bildet einen weiteren entscheidenden Grund „(...) für die massive Kreditkrise (...)“ die im Zusammenhang mit der Finanzmarktkrise entstanden ist.²⁷³

²⁷¹ Vgl. Stadler, W. *Finanzpolitische und regulatorische Ursachen der Finanzmarktkrise* Wien, S.3f.

²⁷² Vgl. Stadler, W. *Finanzpolitische und regulatorische Ursachen der Finanzmarktkrise* Wien, S.4

²⁷³ Vgl. Stadler, W. *Finanzpolitische und regulatorische Ursachen der Finanzmarktkrise* Wien, S.4

Das süße Gift der synthetischen Wertpapiere (ABS und CDS)

Basel II hielt die Banken sogar dazu an, „(...) die marktbetreuenden Mitarbeiter von den risikobeurteilenden Mitarbeitern zu trennen“, um eine „(...) Unbestechlichkeit der Risikoeinschätzung (...)“ gewährleisten zu können. „Diese konsequente Trennung von Markt und Marktfolge (...)“, sorgte allerdings dafür einen Wegfall fast aller asymmetrischen Informationen, „(...) die sich aus der Nähe zum Kunden ergeben“ würden. Diese „(...) Entwicklung der Kreditrisiken (...)“ erweist sich allerdings als nachteilig für die Banken, da auf die „(...) außerhalb der *hard facts* einer Bilanz durch Markt- und Kundennähe bekannt gewordene *soft facts* (...)“ verzichtet wird. „Mit der Ausrichtung der Regulierungssysteme an der weltweit verständlichen Risikosprache der Ratings wurden diese zum eigentlichen Schlüssel der globalen Handelbarkeit von Risiken.“ „Plötzlich schien es möglich (...)“ zu sein, dass man objektivierte Risiken aus den Finanzmärkten heraus, auch in die Bücher der Banken übernehmen konnte, „(...) in denen man als Bank selbst nicht präsent war.“ Die Banken, die aufgrund „(...) des Treibsatzes der Marktbewertungen im Boom (...)“ einen „(...) immer unersättlicher werdenden Appetit (...)“ nach weiteren *Assets* halten, „(...) wurde damit Nahrung gegeben.“ Der Aufbau eben beschriebener „(...) Investitionsbücher in fremden Unternehmens- und Bankenmärkten (...)“ lässt sich in diesem Zusammenhang „(...) als Risikostreuung im Bankenportfolio (...)“ definieren. Mit der Lockerung der Eigenkapitalerfordernisse für bestbewertete Papiere in Verbindung mit Basel II, konnte ein regelrechter „(...) Veranlagungsboom in Drittmärkten (...)“ beobachtet werden. Das schon einige Jahre „(...) vor der endgültigen Einführung von Basel II (...)“ Versprechungen zum Thema Eigenmittelentlastung gemacht wurden, begannen die Banken mit einer Neuorientierung ihre Veranlagungspolitik. In der Folge verloren traditionelle Unternehmensrisiken an Attraktivität, wohingegen die Aussicht auf „(...) künftigen Eigenmittelentlastung zu einer starken Zunahme der erst vor gut zehn Jahren entstandenen Kategorie der sogenannten *synthetischen Wertpapieren* führte.“ Diese synthetischen oder strukturierten Wertpapieren stellen im Wesentlichen „(...) gebündelte Risiken einer Grundgesamtheit von zugrunde liegenden Einzelrisiken (...)“ die schon im Verlauf der Ausführungen vorgestellten *Asset Backed Securities – ABS* dar. Nun gibt es zwei Möglichkeiten diese Wertpapiere zu erwerben. Die erste Möglichkeit stellt sich so dar, „(...) dass ein Anteil an ihnen jeweils eine aliquote Risikoteilhabe quer durch das Gesamtportfolio der dahinter stehenden Assets (...)“ erworben wird. Die zweite Möglichkeit beruht auf der Aufspaltung „(...) in gedankliche Risikoschichten (...)“, die „(...) unter Rating-

Gesichtspunkten und vor dem Hintergrund des Zieles, nur möglichst wenig Eigenmittel einsetzen zu müssen (...)“ äußerst vorteilhaft war. Aus dieser zweiten Möglichkeit ergab sich die Gelegenheit in nur „(...) eine bestimmte Risiko-Tranche eines Wertpapiers zu investieren (...)“, die in diesem Zusammenhang „(...) einen Querschnitt durch die bestbesicherten Teile darstellten und deshalb von den Ratingagenturen die höchsten Bonitätsnoten erhielten.“²⁷⁴

Aufgrund der „immer sophistizierteren Konstruktionen (...)“ ergab sich schon bald eine unüberschaubare Vielfalt an Ausformungen strukturierter Wertpapiere, die im Kern „(...) fast alle auf die Optimierung der regulatorischen Situation abzielten.“ Am besten konnte dies „(...) mit eigenmittelschonenden Top-Ratings für bestimmte Risikoschichten (...)“ realisiert werden. Zwar waren die Zinsmargen solcher Veranlagungen relativ schmal, was aber „(...) mit den minimierten Eigenmittelkosten (...)“ korrespondierte und somit „(...) doch beträchtliche Zusatzerträge“ einbrachte.²⁷⁵

„Die Trennung von Markt und Risiko sowie die abstrakte Handelbarkeit von Risiken führte schließlich zur Entwicklung von Garantiepapieren (...)“ sogenannter und auch schon im Verlauf der Ausführungen vorgestellt *Credit Default Swaps* kurz *CDS*, mit deren Hilfe „(...) Ausleihungen einer Bank an einen bestimmten Schuldner durch Garantien einer anderen Bank gedeckt wurden.“ Diese Garantien waren „(...) nicht mit Liquidität unterlegt (...)“, und wurden deshalb „(...) unterhalb der Bilanz ausgewiesen“, und mussten „(...) nicht mit Eigenmitteln unterlegt werden“, was sich „(...) heute als schweres regulatorisches Versäumnis (...)“ herausstellt. Auf Grundlage dieser konträren, aber mittlerweile korrigierten Regel, konnten „(...) die ohnehin schon knappen Eigenmittel noch stärker mit Risiko (...)“ belastet werden, ohne dabei die Spielregeln zu verletzen. Die Übernahme von Garantien für nur gute bis sehr gute Bonitätsklassen, ließ die Banken „(...) von einem attraktiven Zusatzgeschäft ohne weitere Liquiditätsbelastung und ohne Schmälerung der Eigenmittel ausgehen.“²⁷⁶

„Regulatory Hedge“ – die Rolle der Sonderfinanzierungsgesellschaften

Spezialteams der weltweiten Investmentbanken sind ständig auf der Suche nach neuen Schlupflöchern, die es ermöglichen „(...) durch die Bilanzierungs- und Regulierungs-

²⁷⁴ Vgl. Stadler, W. *Finanzpolitische und regulatorische Ursachen der Finanzmarktkrise* Wien, S.4f.

²⁷⁵ Vgl. Stadler, W. *Finanzpolitische und regulatorische Ursachen der Finanzmarktkrise* Wien, S.5

²⁷⁶ Vgl. Stadler, W. *Finanzpolitische und regulatorische Ursachen der Finanzmarktkrise* Wien, S.5

tuation (...)“ schonend mit Eigenkapital zu arbeiten, um es „(...) zur Alimentierung weiteren Wachstums auszureizen.“ In Präsentationsgesprächen von Banken unter „(...) der Überschrift *regulatory hedge* (...)“ wurden Möglichkeiten vorgestellt, wie man eine „(...) gegebene regulatorische Situation bestmöglich (...)“ für sich ausnutzen kann. Diese Überlegungen wurden im Rahmen einer „(...) durchaus ehrenwerten, für die Anleger und das eigene Incentive-Programm vorteilhaften Absicht unternommen (...)“, innerhalb des geltenden Regelwerks „(...) die Profitabilität der Banken zu stärken und damit den *Shareholder Value* zu maximieren.“²⁷⁷

So wurden die strukturierten Wertpapiere nicht selten „(...) auch in außerbilanzielle *Special Investment Vehicles* investiert.“ Diese Investitionsgesellschaften waren mit einer Reihe von Vorteilen für die Bank ausgestattet. Zum einen „(...) waren nicht konsolidierungspflichtig (...)“, die befanden sich häufig auf sogenannten *Steuer-Inseln*, „auf“ denen die Ertragsbesteuerung sehr gering ausfällt und dadurch „(...) eine noch weiter gehende Verlängerung des (Fremd-)Finanzierungshebels auf knappe Eigenmittel“ erlaubt. Refinanzierten sich diese Sonder-Investitionsgesellschaften „(...) auf den Kapitalmärkten meist kurzfristig über *Commercial Paper Programme* (...)“, stellte sie für die Finanzmarktaufsichtsbehörden „(...) lange Zeit kein Objekt der Sorge dar.“ Trotz der unzähligen anonymen Bilanzen gerieten diese Finanzierungsgesellschaften nicht „(...) in den Prüfkreis der Bankaufsichtsbehörden und Notenbanken.“²⁷⁸

Auswirkungen prozyklischer Bilanzierung und Regulierung in der Krise

Die angeführten Mechanismen führten zu einer immensen Vermehrung des Buchgeldes und bildeten „(...) das Mainstream-Konstrukt der Finanzmarkt-Dynamik der letzten zehn Jahre.“ Zu großen Teilen handelt es sich um ein „(...) geschlossenes Denk- und Arbeitssystem“ der Finanzmarktakteure. Der Gedanke, „(...) dass die vollständige Kapitalmarktorientierung mit ihren Augenblicksbewertungen wegen ihrer inhärenten Prozyklizität mehr als eine vorübergehende Gefahr darstellen könnte (...)“, wurde von den Banken und allen anderen an diesem Desaster teilhabenden Akteuren gänzlich verdrängt. Dazu zählen nicht nur die „(...) Spieler am Kapitalmarkt(...)“, sondern auch

²⁷⁷ Vgl. Stadler, W. *Finanzpolitische und regulatorische Ursachen der Finanzmarktkrise* Wien, S.6

²⁷⁸ Vgl. Stadler, W. *Finanzpolitische und regulatorische Ursachen der Finanzmarktkrise* Wien, S.6

„(...) weite Teile der Finanzwissenschaft (...)“, so wie Medien, Regulatoren und hochrangige Politiker.²⁷⁹

Doch dann platzte die US-Subprime-Blase.²⁸⁰

Im Nachhinein betrachtet erwies sich die Annahme, dass man „(...) die Verfügbarkeit von Liquidität für die Handelbarkeit der einzelnen Risikoschichten (...)“ der strukturierten Wertpapiere „(...) als selbstverständliche, auf Dauer erhältliche Voraussetzung (...)“ angesehen hatte, alles überaus fatal. Wie in einer Kettenreaktion führte „(...) der Vertrauensschwund in die Produktklasse (...)“ der strukturierten Wertpapiere zu einem nicht für möglich gehaltenen Rückgang „(...) der auf den Sekundärmärkten solcher Papiere handelbaren Volumina (...)“, eine sich negativ verstärkenden Kreditverknappung „(...) in die gleiche Richtung“, sowie einer beginnenden extensiv wirksamen negativen Prozyklizität. Da die zuvor viel zu hoch bewerteten Papiere nun nach unten korrigiert wurden, hinterließ dies enorme Löcher in den Bankbilanzen auf der ganzen Welt. In der Folge setzte ein überdurchschnittlicher Eigenmittelverzehr ein, der „(...) zu einem massiven Rückbau des babylonischen Gebildes (...)“ führte. „So wie das anlagesuchende Kapital über Jahre die Werte in die Höhe getrieben hatte, führte nun der Zwang zum De-Leveraging, zur Rückführung der durch die Buchwert-Verluste immer länger gewordenen Fremdmittel-Hebel, zu einem extremen – wiederum progressiv beschleunigten – Wertverfall.“ Einen weiteren Schub erhielt der Wertverfall mit diesem explosionsartigen Zuwachs der Verkäuferseite, da viele Marktteilnehmer ihre Papiere verkaufen wollten „(...) und damit die Marktwerte nach unten trieben.“²⁸¹

„Die Wertvernichtung in den Bilanzen (...)“ der Banken führte seitdem zu einer „(...) weltweiten Abwertung gegenseitiger Ansprüche (...)“ zwischen den Finanzinstituten; da sich ihre Ratings deutlich verschlechtert hatten und sich in diesem Zusammenhang die „(...) Ansprüche der Märkte an die Bonität“ deutlich erhöhten. Plötzlich sahen sich die Banken mit einer Kernkapitalquote von 10 % und mehr konfrontiert, die nun „(...) wieder als Mindestausstattung zur Kapitalmarktfähigkeit angesehen (...)“ wurde. Diese zusätzliche Auflage konnte „(...) nur durch eine aliquote Rückführung der *Assets*, und damit der *risk weighted assets*, erfüllt werden.“ Hierfür gibt es zwei Möglichkeiten, die entweder den „(...) Verkauf von *Assets* (...)“ vorsieht, „(...) was einen weiteren Werte-

²⁷⁹ Vgl. Stadler, W. *Finanzpolitische und regulatorische Ursachen der Finanzmarktkrise* Wien, S.6

²⁸⁰ Vgl. Stadler, W. *Finanzpolitische und regulatorische Ursachen der Finanzmarktkrise* Wien, S.6

²⁸¹ Vgl. Stadler, W. *Finanzpolitische und regulatorische Ursachen der Finanzmarktkrise* Wien, S.7

fall der längst überforderten *Asset-Märkte* (...)“ auslösen würde, oder es erfolgt „(...) eine extreme Kredit-Zurückhaltung, also ein Rückführen der *Risk weighted assets* im Umfang der Tilgungen und deutlich vermindertes Neugeschäft.“ Auf Grundlage von Basel II werden „(...) diese Kontraktion der Bilanzen (...)“ noch zusätzlich verstärkt, da der *IRB-Ansatz* die Banken dazu verpflichtet, „(...) dass aufgrund schlechter gewordener Rating-Einstufungen auftretende, regulatorisch veranlasste Risiko-Deckungslücken mit zusätzlichen Eigenmitteln aufgefüllt werden“ müssen. An diese erforderlichen Eigenmittel ist in einer Krise schweres herankommen, so dass nur ein wiederum Krisen verschärfender Ansatz lauten kann: „(...) weitere Kreditzurückhaltung sowie weiterer Verkauf von *Assets* unter Inkaufnahme neuer Wertberichtigungen und zusätzlicher Eigenmittelschäden.“ Zwar „(...) ist der regulatorische Ansatz, bezogen auf das einzelne Bankinstitut, durchaus nachvollziehbar“, allerdings wirkt er sich gesamtwirtschaftlich betrachtet kontraproduktiv aus, weil eben „(...) die eingebaute Prozyklizität einen systemischen Baufehler darstellt.“²⁸²

²⁸² Vgl. Stadler, W. *Finanzpolitische und regulatorische Ursachen der Finanzmarktkrise* Wien, S.7f.

2.1.2 Die Auswirkungen

Die Auswirkungen auf die Finanzbranche

Nach der Insolvenz der Investmentbank *Lehman Brothers* schnürte die US-Regierung nur einen Tag später für den Versicherungskonzern *AIG* „(...) einen Notkredit im Umfang von 85 Milliarden US-Dollar.“²⁸³ Da der *AIG-Konzern* „(...) zu diesem Zeitpunkt ein *CDS-Portfolio* mit einem Nennwert von 440 Milliarden US-Dollar“ hielt, sollte durch das Rettungspaket verhindert werden, dass diese gewaltige Summe von *CDS-Risiken* wieder in die Bilanzen der Kundenbanken zurückverlagert werden mussten, zumal sich das Marktumfeld in einem sowieso schon äußerst labilen Zustand befand.²⁸⁴ In der Folge hätte die Pleite von *AIG* „(...) den Markt für *Credit Default Swaps* kollabieren lassen (...)“ und einen „(...) Totalzusammenbruch des globalen Finanzsystems (...)“ wohl nicht mehr verhindert werden können. Der *CDS-Markt* war mit einem Volumen von 62 Billionen US-Dollar so groß, dass er „(...) dem *Bruttoinlandsprodukt (BIP)* der gesamten Weltwirtschaft“ entsprach.²⁸⁵

Seit dem 19. September 2008 herrscht nicht nur in den USA ein Verbot für Leerverkäufe, auch „(...) andere Staaten folgten diesem Beispiel.“ Nur wenige Tage später „(...)“ übernahm die US-Regierung die Kontrolle über die US-Spar- und Darlehensbank, *Washington Mutual*, die zum damaligen Zeitpunkt eine Bilanzsumme von 300 Milliarden US-Dollar aufwies.“²⁸⁶ Auf der ganzen Welt kann es nun zur Stützung zahlreicher Finanzinstitute „(...) mit staatlichen Kapitalzuführungen (...)“ und wenn dies nicht ausreichte, zu Verstaatlichungen oder privatwirtschaftlichen Übernahmen. Beispielhaft ist dafür die Übernahme des britischen Immobilienfinanziers *HBOS* im September 2008 durch *Lloyds TSB*.²⁸⁷

Ausgehend von der Pleite der Investmentbank *Lehman Brothers* gerät in Deutschland „(...) die *Hypo Real Estate (HRE)* in einen akuten Liquiditätsengpass.“ Zum Erschrecken der Marktteilnehmer stellte sich heraus, dass die HRE-Tochter *Depfa* „(...) langfristige Projekte im Wesentlichen sehr kurzfristig über die Kapitalmärkte finanziert hatte und nun, angesichts der zum Erliegen gekommenen Geldmärkte, keine frischen Mit-

²⁸³ Vgl. BaFin 2009, S.12 sowie Peinemann, 2010, S.29

²⁸⁴ Vgl. BIZ 2009, S.29 sowie Peinemann, 2010, S.29

²⁸⁵ Münchau, W. 2008, S.48 sowie Peinemann, 2010, S.29

²⁸⁶ Vgl. BIZ 2009, S.21 sowie Peinemann, 2010, S.29

²⁸⁷ Peinemann, B. 2010, S.29 sowie Peinemann, 2010, S.29

tel mehr erhielt.“ Um schlimmere Folgen zu verhindern stützte „die deutsche Regierung und einige Banken (...)“ das angeschlagene Finanzinstitut mit einem Notkredit von über 35 Milliarden Euro, der auf Grundlage der hohen Verluste „(...) kurz darauf auf 50 Milliarden Euro aufgestockt werden musste“²⁸⁸, die bis zum Februar des folgenden Jahres die Marke von 100 Milliarden Euro an „(...) Kapitalhilfen und staatliche Garantien(...)“ knacken sollte.²⁸⁹

Doch weitere Hiobsbotschaften ließen nicht lange auf sich warten, nachdem bekannt geworden war, „(...) dass die *Hypo Real Estate* außerbilanzielle Kredit- und Derivatgeschäfte in Höhe von einer Billion Euro abgeschlossen hatte.“²⁹⁰ Eine mögliche Pleite der *HRE* hätte fatale Folgen für „(...) den deutschen Pfandbriefmarkt (...)“ gehabt, der „(...) mit einem Nominalvolumen von fast 900 Milliarden Euro hinter den USA der zweitgrößte der Welt“ ist. Allein die *Hypo Real Estate* „(...) emittierte rund ein Fünftel dieses Volumens.“²⁹¹

In Irland verkündete die Regierung am 30. September 2008 „(...) eine Garantie für alle Einlagen, gedeckten Schuldverschreibungen sowie vor- und nachrangige Schuldtitel von sechs irischen Banken.“ Zahlreiche weitere Staaten, darunter auch Deutschland, folgten diesem Beispiel und setzten ähnlichen Maßnahmen, um weitere Bankenanstürme zu verhindern. Auf Grundlage des am 17. Oktober 2008 von Bundestag und Bundesrat beschlossenen *Finanzmarktstabilisierungsgesetzes*, sollte „(...) das Vertrauen in das Finanzsystem“ gestärkt werden um damit „den Interbankenverkehr zu reanimieren.“ Das Finanzmarktstabilisierungsgesetz beruht auf der Gründung eines zeitlich befristeten *Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (SoFFin)*, der „(...) Garantien für Schuldtitel und Verbindlichkeiten von Finanzunternehmen (...)“ gibt, „(...) Finanzinstitute mit zusätzlichem Eigenkapital (...)“ ausstattet und Risikopositionen übernimmt. In diesem Zusammenhang steht ein Gesamtvolumen in Höhe von 400 Milliarden Euro „für staatliche Garantien (...)“ sowie 80 Milliarden Euro „(...) für Rekapitalisierungen und Risikoübernahmen (...)“ zur Verfügung. Schon „bis Mitte April 2009 gewährte der Fonds Garantien über knapp 130 Milliarden Euro für acht Institute und stellte (...)“ darüber

²⁸⁸ Vgl. BaFin 2009, S.12 sowie Peinemann, 2010, S.29

²⁸⁹ Vgl. Zeit Online *Weitere 10 Milliarden Euro für Hypo Real Estate*: Online im Internet 31.05.2011 sowie Peinemann, 2010, S.29f.

²⁹⁰ Vgl. Hannoverische Allgemeine *Hypo Real Estate erschreckt Berlin: Eine Billion verliehen*: Online im Internet 31.05.2011 sowie Peinemann, 2010, S.30

²⁹¹ Vgl. Peinemann, 2010, S.30

hinaus Gelder in Höhe von „(...) 18,7 Milliarden Euro für Rekapitalisierungen bereit.“²⁹²

„Im Oktober senkten die wichtigsten Zentralbanken (...)“ der Welt ihre Leitzinsen und gaben bekannt, dass sie, zur Stabilisierung der Geldmärkte, US-Dollar in unbegrenztem Umfang bereitstellen.²⁹³ Da die „(...) Anleger in vermeintlich sichere Geldanlagen (...)“ wie beispielsweise Staatspapiere flüchteten, erfolgte eine „(...) Rückführung finanzieller Mittel in die Industrieländer (...)“, infolgedessen auch die Märkte der Schwellenländer im Herbst 2009 von Turbulenzen erfasst wurden. Insbesondere die Staaten aus dem Ostblock Europas „(...) sahen sich mit Devisenabflüssen und Währungsabwertungen konfrontiert.“ Diese Tatsache hatte so verheerende Folgen, dass eine Zahlungsunfähigkeit Ungarns „(...) nur durch einen von der *Europäischen Union*, dem *Internationalen Währungsfonds (IWF)* und der *Weltbank* zur Verfügung gestellten Notkredit in zweistelliger Milliardenhöhe (...)“ abgewendet werden konnte.²⁹⁴ Zwar wuchs die Wirtschaft der osteuropäischen Staaten vor der Finanzkrise rasant an, beruhte diese wirtschaftliche Prosperität allerdings „(...) vor allem auf einer hohen Auslandsverschuldung, die in Ländern wie Ungarn, Lettland oder Bulgarien teilweise auf mehr als 100% des Bruttoinlandsprodukts angewachsen war.“²⁹⁵ Da das weltweite Marktumfeld „(...) angesichts mangelnder Liquidität (...)“ von großer Unsicherheit geprägt war, „(...) waren die Kreditgeber nun nicht mehr bereit, bestehende Länderkredite weiter zu refinanzieren oder neue Kredite zu gewähren (...)“, was letztlich dazu führt, dass „(...) Bankmittel und Portfolioanlagen (...)“ in großen Umfang „(...) aus den Märkten der aufstrebenden Volkswirtschaften abgezogen wurden.“²⁹⁶

Erschwerend zu den ohnehin schon negativ Entwicklungen kam es zum „(...) Zusammenbruch dreier isländischer Banken Anfang Oktober“ 2008, die in den letzten Jahren vor allem „(...) durch fremdfinanzierte Zukäufe im Ausland stark gewachsen (...)“ waren und mit verhältnismäßig geringem Eigenkapitaleinsatz enorme Gewinne verbuchen konnten. Im Rahmen der weit verbreiteten Spekulationsgeschäfte, häuften die isländischen Banken einen Schuldenberg an, der das Bruttoinlandsprodukt des Landes um ein Vielfaches überstieg. „Als der Geldmarkt im Zuge der Finanzkrise zum Erliegen kam

²⁹² Vgl. BaFin 2009, S.13 sowie Peinemann, 2010, S.30

²⁹³ Vgl. BIZ 2009, S.21 sowie Peinemann, 2010, S.30

²⁹⁴ Vgl. BaFin 2009, S.15 sowie Peinemann, 2010, S.30f.

²⁹⁵ Vgl. BaFin 2009, S.16 sowie Peinemann, 2010, S.31

²⁹⁶ Vgl. BIZ2009, S.21 sowie Peinemann, 2010, S.31

und sich die Banken nicht mehr kurzfristig refinanzieren konnten, stand das isländische Bankensystem vor dem Kollaps.“ In der Folge verabschiedete die irische Regierung „(...) ein Notstandsgesetz und verstaatlichte alle drei Banken.“²⁹⁷ Doch ohne ausländische Hilfe konnte der kleine Inselstaat „(...) einen vollständigen wirtschaftlichen Zusammenbruch und einen Staatsbankrott (...)“ nicht abwenden. Erst als der *Internationale Währungsfonds (IWF)* Ende Oktober Island „(...) einen Notkredit von 2,1 Milliarden US-Dollar (...)“ zusicherte, konnte das geschilderte Szenario verhindert werden.²⁹⁸

Die Herabstufung der Länderratings führte vor allem in den Schwellenländern zum Ende des Jahres 2008 vermehrt zu Zahlungsschwierigkeiten. Beispielsweise wurden die Ratings von „(...) Russland und Rumänien auf das sogenannte *Ramschniveau* herabgestuft, was die externe Finanzierung für diese Staaten zusätzlich verteuerte.“²⁹⁹

„Im November 2008 trafen sich die Regierungschefs von 20 Industrie- und Schwellenländern zu einem Weltfinanzgipfel in Washington.“ Im Kern der Verhandlungen einigte man sich auf die Regulierung und Überwachung aller „(...) Finanzmärkte, Produkte und Akteure (...).“³⁰⁰ Zu den wichtigsten Punkten gehören eine verstärkte Kontrolle der Ratingagenturen durch die Finanzmarktaufsicht; bisher „(...) unregulierte Bereiche wie Verbriefungen und Derivate (...)“ sollen mit schärferen Regeln konfrontiert und „(...) mit Kapitalanforderungen belegt werden (...)“; ein weiterer Punkt sieht vor, dass „(...) die in Krisenzeiten nur schwer (...)“ veräußerbaren komplexe Finanzprodukte, an neuen Bewertungsmaßstäben gemessen werden, „(...) so dass es allen Marktteilnehmern zu jeder Zeit möglich ist, Risiken adäquat einschätzen zu können.“ Im Rahmen „(...) einer verstärkten internationalen Kooperation und Aufsicht soll der *Internationale Währungsfonds (IWF)* eine starke Rolle spielen, wobei dieser hinsichtlich einer besseren Überwachung der Märkte durch das *Forum für Finanzstabilität (FSF)* und durch die *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ)* unterstützt werden soll.“³⁰¹

Auch im November des Jahres 2008 wollten die Meldungen bezüglich massive Bankenverluste nicht abreißen. Wieder muss die US-Regierung einspringen und „(...) mit einer Kapitalspritze von 20 Milliarden US-Dollar die amerikanische Großbank *Ci-*

²⁹⁷ Vgl. Münchau, W. 2008, S.61f. sowie Peinemann, 2010, S.31

²⁹⁸ Vgl. Frankfurter Allgemeine *Island bekommt Notkredit vom IWF*: Online im Internet 31.05.2011 sowie Peinemann, 2010, S.31

²⁹⁹ Vgl. BaFin 2009, S.16 sowie Peinemann, 2010, S.31f.

³⁰⁰ Vgl. Frankfurter Allgemeine *Wirtschaftsmächte vereinbaren Reformfahrplan*: Online im Internet 31.05.2011 sowie Peinemann, 2010, S.32

³⁰¹ Vgl. Peinemann, B. 2010, S.32

tigroup (...)“ stützen und dem angeschlagenen Finanzinstitut darüber hinaus „(...) Garantien für „toxische“ Vermögenswerte im Wert von mehr als 300 Milliarden US-Dollar (...)“ zusichern. Zur selben Zeit ließ die US-Notenbank *Fed* verkünden, dass sie „(...) als direkter Käufer von *Asset Backed Securities (ABS)*, die mit Konsumentendarlehen und Hypotheken besichert waren, in den Markt zu intervenieren.“ Es folgte zu diesem Zweck ein Programm in Höhe von 800 Milliarden US-Dollar.³⁰²

Nach dem Zusammenbruch des US Immobilienmarktes im Jahr 2007 und den im Anschluss geschnürten Rettungspakete, begannen im Frühsommer 2009 die Aufräumarbeiten. Besonders „die Finanzindustrie bemühte sich, die Bilanzen zu bereinigen, eingegangene Risiken auf ein tragfähiges Niveau abzusenken und Kapital als Ausgleich für aufgelaufene Verluste zu beschaffen.“ Trotz aller Bemühungen waren die Institute der Finanzbranche weiterhin „(...) auf Hilfen des Staates angewiesen.“ Da die Regierungen eine expansive Geldpolitik betrieben und dadurch die Refinanzierungskosten niedrig gehalten wurden, wirkt sich dies in Verbindung mit einem aufgehellten Finanzmarktumfeld positiv auf „(...) die Verbesserung der Ertragslage“ aus. Auf Grund der günstigen Rahmenbedingungen des Marktes und einem „(...) riesigen Kapitalhunger von Unternehmen, Finanzinstituten und Staaten“ konnten vor allem Investmentbanken profitieren. Die nach wie vor hohe Abschreibungswelle in Bezug „(...) auf „toxische“ Wertpapiere konnten so in vielen Fällen kompensiert werden.“ Gegen Ende des Jahres 2009 hatte sich das Finanzsystem wesentlich stabiler gezeigt als auch im Jahr zuvor, auch wenn sich „(...) die Risikotragfähigkeit der Institute im Ganzen längst noch nicht auf einem komfortablen Niveau bewegte.“³⁰³

„Vor diesem Hintergrund mussten die frühzeitig ergriffenen staatlichen Stützungsaktionen das ganze Jahr beibehalten werden“, und darüber hinaus gewährten die Regierungen und Staaten auf der ganzen Welt „(...) umfangreiche Garantien für faule Wertpapiere und Mittel zur Rekapitalisierung“ der angeschlagenen Finanzinstitute. „In der zweiten Jahreshälfte gelang es mehreren (...)“ international agierenden Banken, „(...) sich aus den Fesseln der Regierung zu befreien (...)“ und „(...) die öffentlichen Kapitalzuführungen zurückzuzahlen(...)“. Dies gelang durch einen vorangegangenen Vorstoß der Institute in die Gewinnzone und der damit in Verbindung stehenden Akquirierung von

³⁰² Vgl. BaFin 2009, S.20 sowie Peinemann, B. 2010, S.32

³⁰³ Vgl. BaFin 2010, S.13

„(...) Kapital aus privaten Quellen (...)“. An dieser Stelle muss allerdings darauf hingewiesen werden, dass zahlreiche Institute ohne staatliche Hilfen „(...) noch nicht aus eigener Kraft überlebensfähig“ gewesen wären. „Insofern blieb das Finanzsystem verwundbar und anfällig für Rückschläge.“³⁰⁴

Das Jahr 2009 noch einmal im Überblick:

Im Januar 2009 wird die *Commerzbank* teilverstaatlicht. Mit 1,8 Milliarden € erwirbt der *SoFFin* „(...) einen Anteil von 25% plus einer Aktie und gewährt eine weitere stille Einlage in Höhe von 8,2 Milliarden Euro.“ Auch die *Bank of America* muss erneut von der US-Regierung gestützt werden und erhält nochmals Eigenkapital in Höhe von 20 Milliarden US-Dollar, „(...) sowie Garantien für faule Wertpapiere“ von 118 Milliarden US-Dollar. In Deutschland beschließt die Bundesregierung für die Jahre „(...) 2009 und 2010 ein zweites Konjunkturpaket mit einem Umfang von (...)“ 50 Milliarden Euro. Auch die britische Regierung zieht mit einem zweiten umfangreichen „(...) Stützungspaket für die Banken“ nach, „um die Kreditvergabe in Schwung zu bringen.“³⁰⁵

Da sich die *HSH Nordbank* in einen äußerst labilen Zustand befindet, führen „die Länder Hamburg und Schleswig-Holstein (...)“ dem angeschlagenen Institut im Februar 2009 „(...) 3 Milliarden Euro Kapital zu und gewähren Garantien im Umfang von 10 Milliarden Euro.“ Der US-Finanzminister *Geithner* stellt im selben Monat „(...) die Eckpunkte eines 1,5 Billionen US-Dollar schweren Hilfsprogramms zur Stabilisierung des Finanzsystems vor“, das sogenannte *Private Public Investment Program*. Nach langen und kräftezehrenden politischen Verhandlungen unterzeichnet US-Präsident *Barack Obama* „(...) die Gesetzesvorlage zum Konjunkturpakete mit einem Volumen von knapp 790 Milliarden US-Dollar.“³⁰⁶

Im März 2009 stellt der *SoFFin* „(...) der *HSH Nordbank* Garantien in Höhe von 30 Milliarden Euro zu Verfügung.“ „Die US-Notenbank *Fed* kündigt den Ankauf von US-Staatsanleihen bis zu 300 Milliarden US-Dollar sowie eine Ausweitung des Ankaufs notleidender Hypothekenpapiere um 750 Milliarden US-Dollar an.“ Das Jahr 2008 endete für den „(...) schwer angeschlagenen in US-Versicherer *AIG* (...)“ mit einem desas-

³⁰⁴ Vgl. BaFin 2010, S.13f.

³⁰⁵ BaFin 2010, S.18

³⁰⁶ BaFin 2010, S.18

trösen Schlussquartal, indem das Unternehmen „(...) einen Verlust in Höhe von fast 100 Milliarden US-Dollar“ verbuchen musste.³⁰⁷

Der G-20 Gipfel im April 2009 in London steht ganz unter dem Zeichen einer Neustrukturierung der Internationale an Finanzlandschaft, um die Finanzkrise überwinden zu können. Beiträge des ehemaligen Finanzministers *Steinbrück* fordern die „(...) Schaffung einer *Bad Bank*, in die deutsche Banken ihre „toxischen“ Wertpapiere auslagern können.“ Aufgrund deutlich gelockerter Bilanzierungsvorschriften konnten einige US-Großbanken „(...) im ersten Quartal 2009 (...)“ „(...) wieder tief in die Gewinnzone vorgestoßen.“³⁰⁸

Im Mai 2009 verlängert die *BaFin* „(...) das Verbot von ungedeckten Leerverkäufen.“ Gleichzeitig stärkt die *Europäische Zentralbank EZB* „(...) den Markt für gedeckte Bankenschuldverschreibungen (*Covered Bonds*) durch ein Ankaufsprogramm in Höhe von 60 Milliarden Euro (...)“ und verschärft noch einmal den eingeschlagenen expansiven geldpolitischen Kurs. Nachdem der Leitzins schon dreimal abgesenkt wurde, die er „nach dem vierten Zinssenkungsschritt (...)“ im Jahr 2009 bei nur noch 1%. „Die von der Regierung angeordneten Stresstests bei den 19 größten US-Banken ergeben für zehn Institute einen zusätzlichen Kapitalbedarf von insgesamt 74,6 Milliarden US-Dollar.“³⁰⁹

Im Juni 2009 „(...) hält der staatliche Bankenrettungsfonds *SoFFin*“ schon „90% der Anteile an der *Hypo Real Estate*.“ Wie schon in den vorangegangenen Ausführungen geschildert wurde, beginnt erste US-Großbanken damit, „(...) die staatlichen Milliardenhilfen zurückzuzahlen.“³¹⁰

Die zweite Jahreshälfte beginnt mit einer Bewilligung des *SoFFin* von Garantien in Höhe von 7 Milliarden Euro an die *IKB*. Mit dem Beschluss des Bundestages über „(...) das deutsche *Bad-Bank-Gesetz*“, erreichten die Aufräumarbeiten eine neue Qualität. Vor allem durch „Investment Banking und Wertpapierhandel (...)“ können die großen internationalen Banken ihre Gewinne im zweiten Quartal 2009 vorantreiben. Allerdings lei-

³⁰⁷ BaFin 2010, S.19

³⁰⁸ Vgl. BaFin 2010, S.19

³⁰⁹ Vgl. BaFin 2010, S.19

³¹⁰ Vgl. BaFin 2010, S.19

den Großbanken wie *Morgan Stanley* und *Wells Fargo* immer noch „(...) unter hohen Abschreibungen auf ihr Engagement bei Gewerbeimmobilien.“³¹¹

Der G20-Gipfel im September 2009 in Pittsburgh wird noch immer von den Geschehnissen auf den Finanzmärkten überschattet, indem man „(...) weitere Schritte zur Verschärfung der internationalen Finanzmarktregulierungen vereinbart.“ Nicht nur in den USA, auch in Europa beginnen sich „(...) einige Banken vom Einfluss des Staates“ zu lösen. Für die in Schwierigkeiten geratenen fünftgrößten irländischen Kreditinstitute, spannt das Land „(...) einen umfassenden Rettungsschirm (...)“, der „(...) den Instituten bis Mitte 2010 Immobilienkredite und Wertpapiere im Nominalwert von 77 Milliarden Euro mit einem Abschlag von mindestens 30% (...)“ abkaufte.³¹²

Auf der Hauptversammlung der *Hypo Real Estate* beschließen die Verantwortlichen im Oktober 2009 „(...) die vollständige Verstaatlichung.“ Es folgten die Übernahme der Privatbank *Sal. Oppenheim* durch die *Deutschen Bank*, die Insolvenz des US-Immobilienfinanzierers *Capmark*, sowie weitere „(...) Kapitalspritzen in Milliardenhöhe“ für „die unter staatlicher Zwangsverwaltung stehenden US-Hypothekenfinanzierer *Fannie Mae* und *Freddie Mac* (...)“. Auch der niederländische Finanzmarkt wird durch die Ankündigung einer Aufspaltung des Allfinanzkonzerns *ING* schwer erschüttert.³¹³

„Nach Verhandlungen zur Lastenteilung zwischen Bund und Eignern der *WestLB* im November 2009 ist der Weg zur Gründung einer *Bad Bank* unter dem Dach der *SoFFin* frei.“ Nach der Insolvenz von *Capmark* muss sich auch der US-Mittelstandsfinanzierer *CIT* seinem Schicksal beugen und Insolvenz anmelden. „(...) Für die teilverstaatlichten Großbanken *Royal Bank of Scotland* und *Lloyds Banking Group* (...)“ schnürt die britische Regierung fieberhaft ein zweites Rettungspaket. Mit der Ankündigung eines Rückzahlungsaufschubs „(...) von Schulden der *Holding Dubai World* (...)“, löst das Emirat Dubai „(...) eine Schockwelle an den internationalen Finanzmärkten aus.“³¹⁴

Mit dem Beschluss einer neuen europäischen Finanzmarktverfassung im Dezember 2009, fordern die EU-Finanzminister eine Aufwertung der „(...) Aufsicht über Banken,

³¹¹ Vgl. BaFin 2010, S.19

³¹² BaFin 2010, S.19f.

³¹³ BaFin 2010, S.20

³¹⁴ BaFin 2010, S.20

Versicherungen und Wertpapiere (...).“ Griechenlands Rating wird weiter herabgestuft und belastet damit weiter die Finanzmärkte. „Die österreichische BayernLB-Tochter *Hypo Group Alpe Adria* wird verstaatlicht.“ Sowohl die *Bank of America*, als auch *Citigroup* und *Wells Fargo* kündigen die Rückzahlung der erhaltenen Staatshilfen an.³¹⁵

Aufgrund umfangreicher Konjunkturmaßnahmen und milliardenschwere „(...) Hilfen für die Finanzwirtschaft (...)“ standen die „(...) öffentlichen Haushalte in weiten Teilen der Welt (...)“ zum Ende des Jahres 2009 an der Grenze ihrer Belastbarkeit. Die Staatsverschuldung wuchs in ungeahnte Höhen und „(...) nährte an den Kapitalmärkten in einigen extremen Fällen Zweifel an der nachhaltigen Zahlungsfähigkeit der betroffenen Länder (...)“. Mit dem angekündigten „(...) Zahlungsaufschub auf Schulden einer Staatsholding in Dubai und das ausufernde Haushaltsdefizit Griechenlands (...)“ brach eine Schockwelle über die Finanzmärkte ein, die den Blick wieder schärfer auf die Länderrisiken rücken ließ. „Die sensiblen und überaus nervösen Marktreaktionen (...)“ untermauerten noch einmal die Annahme, „(...) dass ein möglicher Staatsbankrott gravierende Auswirkungen auf die internationale Finanzstabilität hätte.“³¹⁶

„Gemäß den politischen Vorgaben der G20-Staaten werden die aufsichtlichen Reaktionen auf die Finanzkrise auf fachlicher Ebene international unter Führung des *Financial Stability Boards (FSB)* koordiniert.“ Zu den übergeordneten Zielen gehören die Stabilisierung des Finanzsystems, die rigorose Schließung von Aufsichtslücken sowie der Ausbau internationaler „(...) Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden (...)“. Daraus ergibt sich eine Überwachung und Regulierung aller Finanzmärkte, Finanzprodukte sowie Marktteilnehmer. Schon heute sind einige Punkte auf einem guten Weg, was „(...) insbesondere bei der Einrichtung von länderübergreifenden Aufsichtskollegien (*Supervisory Colleges*) für große, international operierende Finanzinstitute, bei den Vorgaben für Vergütungssysteme, bei der Beaufsichtigung von Ratingagenturen und bei der verpflichtenden Abwicklung von Geschäften über zentrale Gegenparteien im außerbörslichen Derivatehandel“ deutlich wird.³¹⁷

Nicht nur auf nationaler sondern auch auf internationaler Ebene herrscht Einigkeit darüber, „(...) dass das Risikomanagement der Finanzinstitute verbessert und die Risiko-

³¹⁵ BaFin 2010, S.20

³¹⁶ Vgl. BaFin 2010, S.14

³¹⁷ Vgl. BaFin 2010, S.17

puffer gestärkt werden müssen (...).“ Dadurch soll „(...) die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems im Ganzen (...)“ erhöht werden. „Strengere Eigenkapital- und Liquiditätsvorschriften sowohl in quantitativer als auch in qualitativer Hinsicht (...)“ sind entscheidende Stellschrauben, die zu einem angemessenen „(...) Einsatz von Fremdmitteln (...)“ und zur Beschränkung „(...) allzu risikoreicher Geschäfte (...)“ beitragen, damit „(...) die Zahlungsfähigkeit der Finanzinstitute jederzeit (...)“ gewährleistet werden kann. Diese Ziele und Umsetzungsmaßnahmen stellen die zuständigen Aufsichtsbehörden vor große Herausforderungen, die in diesem Zusammenhang die Waage zwischen einer Regulierung finden muss, die scharf genug ist, einer weiteren „(...) Finanzkrise in der Zukunft vorzubeugen (...)“, gleichzeitig aber die Gefahr besteht, „(...) dass durch zu viel Regulierung im gegenwärtigen labilen Umfeld eine Kreditklemme ausgelöst wird, die einer weiteren Gesundung des Finanzsystems entgegenwirkt.“ Aus diesem Grund ist es von der Wichtigkeit vor allem Vorsicht walten zu lassen und sorgfältig die Vor- und Nachteile einer „(...) beabsichtigter regulatorischer Änderungen (...)“ abzuwägen.³¹⁸

2010 erholten sich die Finanzmärkte zusehends, doch waren die Nachwirkungen der Krise sowie potentielle Gefahren deutlich zu spüren. Es zeigten sich vor allem in Europa „(...) erhöhte Ausfallprämien für Unternehmen des Finanzsektors.“ Viele Kreditinstitute waren von den „(...) liquiditätsfördernden Maßnahmen der Europäischen Zentralbank (...)“ auch im Jahr 2010 abhängig. Das primäre Ziel der Konjunkturförderung in den USA wird durch „(...) eine stark expansive Politik mit extrem niedrigem Leitzins, eine deutliche Geldmengenausweitung sowie fiskalischen Programmen (...)“ realisiert. „Das allgemein niedrige Zinsniveau gepaart mit hoher Liquidität bringt dabei problematische Anreize mit sich. So können sich starke Kapitalflüsse in Richtung risikoreicher Anlagen bilden, die höhere Renditen versprechen.“³¹⁹

Die internationalen Aktienindizes fanden bis zur Mitte des Jahres 2010 keine einheitliche Richtung. Während der *MSCI World* Anfang des Jahres noch deutlich anstieg, belastete in den folgenden Wochen der Index die europäische Schuldenkrise. „Auch die Gefahr eines sogenannten *Double Dip* in dem für die Weltwirtschaft wichtigen US-Konjunkturverlauf war noch akut.“ Als sich jedoch in die Märkte in der zweiten Jahres-

³¹⁸ BaFin 2010, S.17f.

³¹⁹ Vgl. BaFin 2011, S.22

hälfte deutlich erholten „(...) zeichnete sich eine klare Aufwärtsbewegung ab.“ Zu den Antriebsmotoren dieser positiven Entwicklung gehörten nicht zuletzt aufstrebende Schwellenländer, „(...) die kräftige Kapitalzuflüsse verbuchen konnten.“ Der *MSCI World* konnte im Vergleich zum Jahresanfang 9,5 % zulegen. Diese positive Entwicklung zeigten auch *DAX*, *S&P 500* und *Nikkei*. Angetrieben von gefestigten Erwartungen eines nachhaltigeren Wirtschaftsaufschwungs in Deutschland koppelte sich der DAX „(...) im zweiten Quartal ab und zeigt auf Jahressicht mit einem Plus von über 15 % eine bessere Performance als seine großen internationalen Pendants.“³²⁰

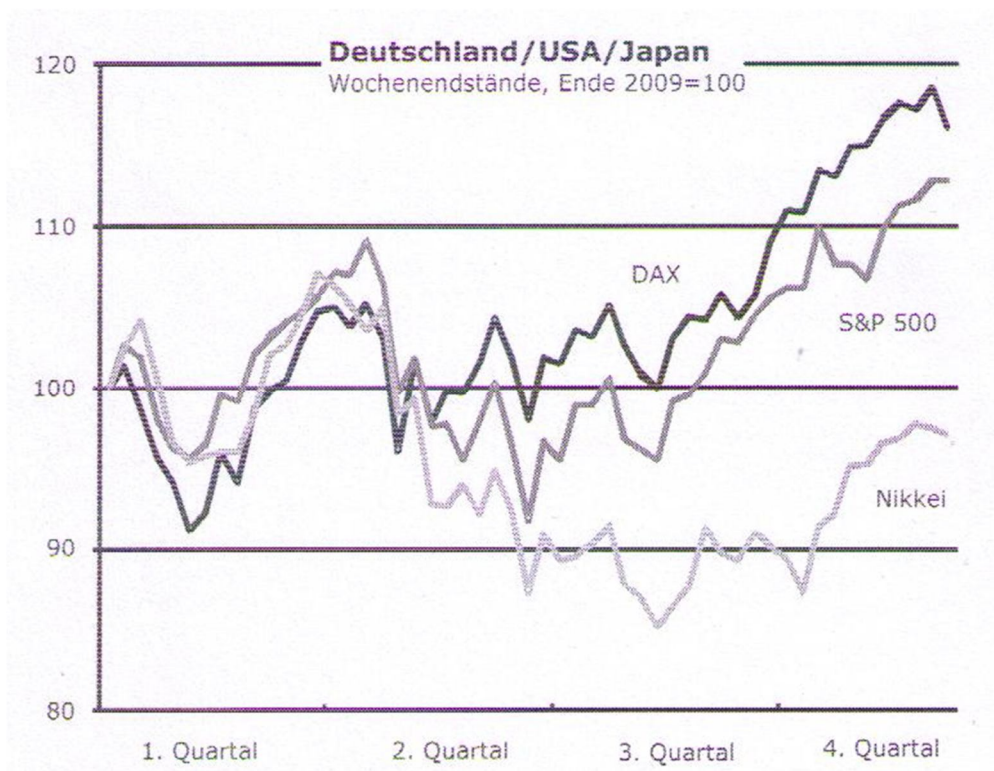


Abbildung 11: Aktienmärkte 2010 im Vergleich³²¹

„Das geldpolitische Umfeld in der Eurozone war 2010 von einem weiterhin niedrigen Leitzins von nur 1% gekennzeichnet.“ Primäres Ziel der Europäischen Zentralbank, „(...) sich nach und nach von ihren getroffenen Sondermaßnahmen zu trennen(...)“, konnte aufgrund der europäischen Schuldenkrise im vergangenen Jahr nicht verwirklicht werden. Einerseits „(...) konnte sie 2010 bereits erste Aufstiegsmaßnahmen aus der liquiditätsorientierten Geldpolitik umsetzen“, andererseits „(...) rief die Zuspitzung der Krise um Griechenland im Frühjahr wieder neue Sondermaßnahmen auf den Plan.“

³²⁰ Vgl. BaFin, 2011, S.23

³²¹ BaFin, 2011, S.23

Rekordtiefstände bei Renditen deutscher und US-Staatsanleihen fanden ihren Ursprung in einer ausgeprägten *Flight-to-safety-Bewegung*, „(...) die durch die europäische Schuldenkrise ausgelöst wurde.“ „Als gegen Ende des Jahres die Risikowahrnehmung bei den Investoren etwas gesunken war und sich eine Belebung der Weltkonjunktur in Gang gesetzt hatte, fand ein Teil des investierten Kapitals wieder andere Häfen.“ Infolgedessen konnte ein spürbarer Anstieg der Renditen für deutsche und US-amerikanische Staatsanleihen verbucht werden.³²²

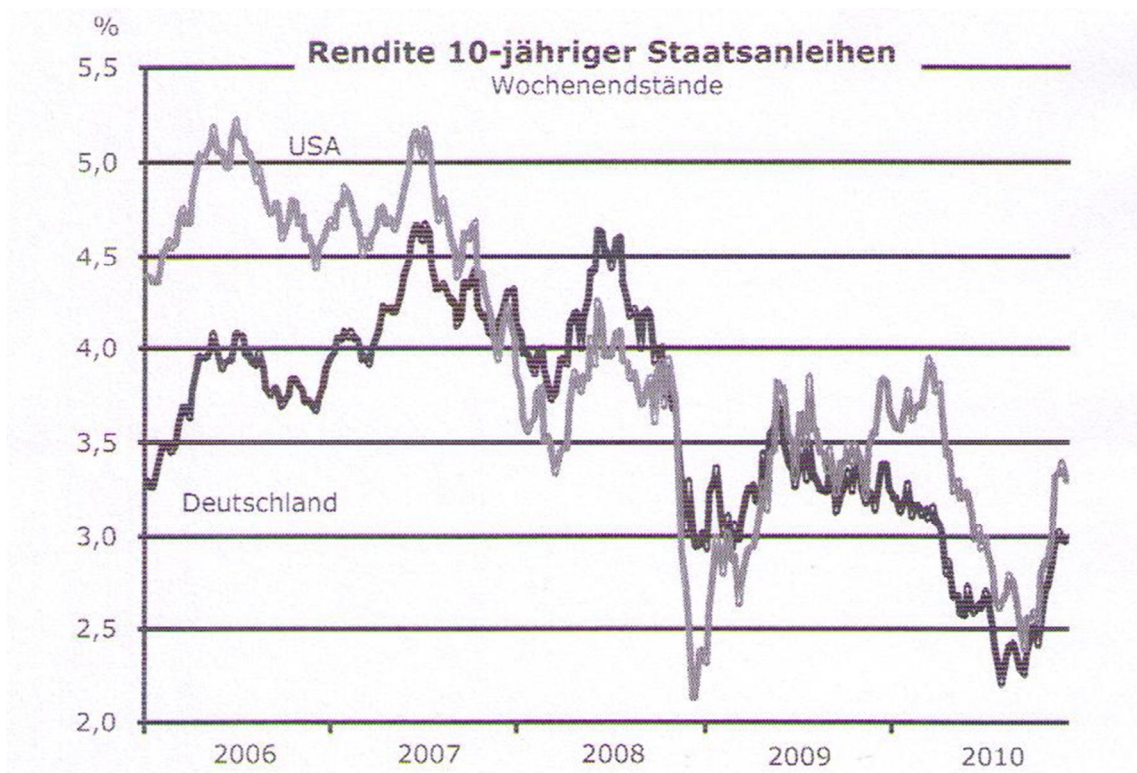


Abbildung 12: Kapitalmarktzinsen³²³

„Der Kurs des Euro gegenüber dem-US Dollar war im vergangenen Jahr maßgeblich von der Schuldenkrise einiger Eurostaaten geprägt.“ Aufgrund der Krise um Griechenland verlor der Euro an Wert, da die Finanzmarktteilnehmer das Vertrauen in den Euro verloren hatten. Da die Krise „(...) zuerst in ein länderspezifisches Hilfspaket und später in einen den gesamten Euroraum umspannenden Rettungsschirm“ mündete gewann der Euro im Herbst 2010 wieder deutlich an Wert. „In die folgende Krise um Irland und

³²² Vgl. BaFin, 2011, S.24f.

³²³ BaFin, 2011, S.25

die sich daran anschließenden Spekulationen um weitere mögliche Ausfälle europäischer Staaten führten dann nochmals zu einem ausgeprägten Kursverlust.³²⁴

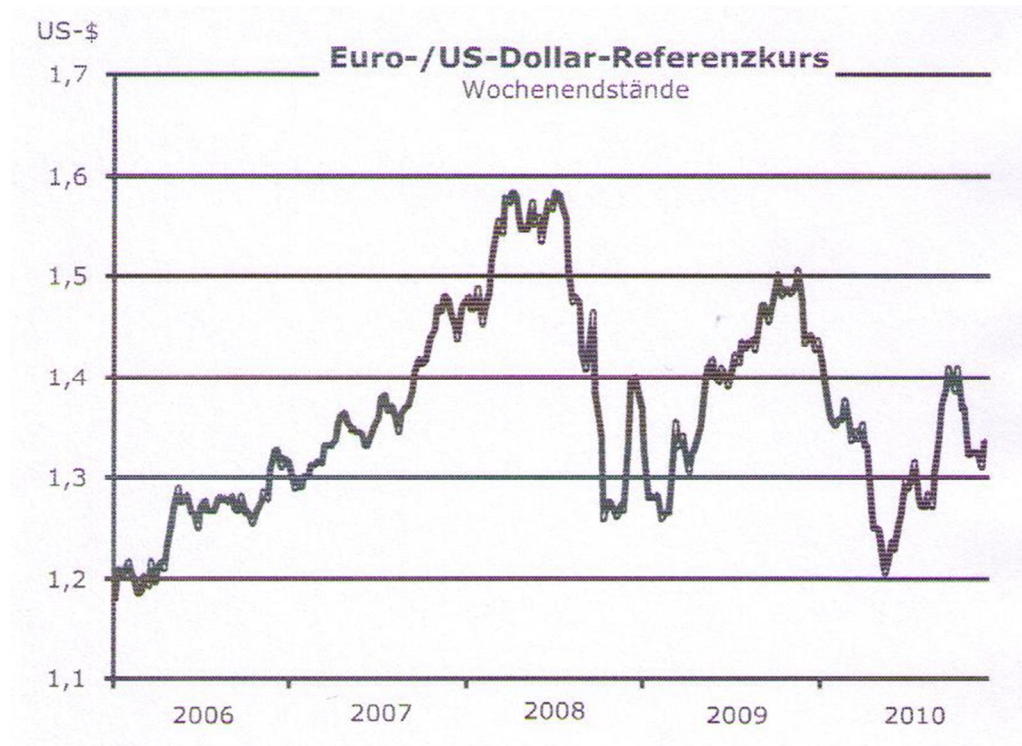


Abbildung 13: Wechselkursentwicklung³²⁵

„Die Lage der Bank stellt sich 2010 uneinheitlich dar.“ Einerseits verstärkt die bereits erwähnte Eurokrise die „(...) Unsicherheiten hinsichtlich einer weiteren Erholung von der weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise (...)“, was sich in den Bankbilanzen widerspiegelte, andererseits „(...) sorgte in Deutschland die anhaltende Konjunkturerholung für wachsende Geschäfte und sinkende Abschreibungen für die Banken.“ Davon profitierten „(...) vor allem jene Kreditinstitute, die durch ein vergleichsweise gutes Risikomanagement in der Krise Verluste begrenzten.“ Zum Nachteil entwickelt sich das Jahr 2010 vor allem für jene Kreditinstitute, „(...) die in der Finanzkrise bereits starke Verluste verzeichnet hatten.“ „An diesen ging der wirtschaftliche Aufschwung weitgehend vorbei, da erforderliches Eigenkapital für entsprechendes Neugeschäft für sie besonders teuer ist - von möglich EU-Auflagen und strengeren Anforderungen durch Basel III ganz abgesehen.“³²⁶

³²⁴ Vgl. BaFin, 2011, S.26

³²⁵ BaFin, 2011, S.27

³²⁶ Vgl. BaFin, 2011, S.27

Waren die Bankentitel 2009 „(...) noch ein Treiber des deutschen Aktienindex“, „(...) verlor der Branchenindex deutscher Banken (...)“ im Jahr 2010 etwa 10 % an Wert. Betrachtet man beide Indizes für die Jahre 2009 und 2010, ist ein überdurchschnittlicher Anstieg um 50 % zu verzeichnen. Stieg der Bankenindex im ersten Quartal 2010 aufgrund positiver Konjunktur- und Ertragserwartungen um etwa 30 % an, „(...) erfolgte jedoch Anfang Mai infolge der sich von Griechenland ausweitenden Eurokrise“, ein deutlicher Rückgang des Bankenindex. „Gerade auch deutsche Banken waren vor allem erheblichen Exposure gegenüber den peripheren Euroländern betroffen.“ Während der Bankenindex Anfang August an sein Frühjahrshoch anschließen konnte, fiel er ab Mitte August um 20 %. Gründe hierfür liegen in „(...) nach wie vor bestehenden Risiken infolge der Finanzkrise und gewisser Ertragsaussichten“, „(...) regulatorische Eingriffe auf Bankaktien (...)“ sowie erhebliche Anstrengung, „(...) um die quantitativ - vor allem aber qualitativ – höheren Eigenkapitalanforderungen des neuen Regelwerks Basel III in Zukunft erfüllen zu können.“³²⁷

Die „(...) stark schwankenden Prämien von Kreditausfallsicherungsderivaten (...)“ *Credit Default Swaps* spiegelten die gestiegenen Unsicherheiten wider. Seit 2008 schwankten die CDS-Spreads wichtiger deutscher Banken zwischen 50 und 150 Basispunkten. „Im zweiten Quartal 2010 stiegen die CDS-Spreads aufgrund der Risiken der Währungskrise zeitweise darüber.“ Während im dritten Quartal eine deutliche Beruhigung zu verzeichnen war, „(...) stiegen die Risikoprämien der Banken mit den steigenden Länderrisiken (...)“ gegen Jahresende erneut an.³²⁸

Der Interbankenmarkt konnte sich aufgrund der entschlossenen Maßnahmen der Notenbanken auch 2010 deutlich erholen. Diese positive Entwicklung spiegelte sich außerdem in der Liquiditätsversorgung wieder. Die bessere Konjunktur sowie „(...) die günstige Liquiditätssituation und die stabilen Finanzierungsbedingungen für Banken auf dem Geld- und Kapitalmarkt (...)“ ermöglichte es der Deutschen Bundesbank, die Kreditvergaberichtlinien für Unternehmen im dritten Quartal des Jahres 2010 leicht zu lockern. Diese gesamtwirtschaftliche Situation spiegelte sich sowohl in der Kreditnachfrage der Unternehmen als auch der privaten Haushalte wider.³²⁹

³²⁷ Vgl. BaFin, 2011, S.27ff.

³²⁸ Vgl. BaFin, 2011, S.29

³²⁹ Vgl. BaFin, 2011, S.30f.

Der mittelfristige Horizont wird zeigen, dass es „(...) im deutschen Bankenmarkt - trotz damit verbundener Risiken - zu weiteren Übernahmen (...)“ kommt. „Die Finanzkrise ermöglichte relativ gestärkten Mitbewerbern, soweit deren Eigenkapitalbasis dies zuließ, die Übernahme geschwächter Konkurrenten.“ „(...) Durch die Übernahme von *Sal. Oppenheim* und *Deutscher Postbank*“ möchte die *Deutsche Bank* ihr Privatkundengeschäft stärken und somit ihre Wettbewerbssituation in Deutschland verbessern.³³⁰

Der *Sonderfonds für Finanzmarktstabilisierung (SoFFin)* diene in Deutschland dazu, das Finanzsystem nach der schwersten Finanzmarktkrise seit 1929 zu stabilisieren. Primäres Ziel war und ist es, „(...) das Vertrauen der Banken untereinander und das Vertrauen der Gesellschaft und der Wirtschaft in den Finanzsektor (...)“ wieder aufzubauen und zu festigen. Mit diesen Mitteln des *SoFFin* wurden Finanz- und Kreditinstitute vor drohenden Zusammenbrüchen und Insolvenzen bewahrt, und dienten eine „(...) langfristige Stabilisierung, in die die Risikotragfähigkeit der Institute gestärkt wurde.“ Die betroffenen Institute wurden grundlegend restrukturiert, „(...) ihre Geschäftsmodelle neu definiert und ausgerichtet.“ Seit dem 31.12.2010 ist es dem *SoFFin* nicht mehr möglich, weitere Leistungen an Kreditinstitute zu vergeben. „Er nimmt jedoch die auf bestehenden Stabilisierungsmaßnahmen beruhenden Verantwortlichkeiten und das Controlling der mit den Maßnahmen verbundenen Auflagen weiter wahr.“³³¹

Die Auswirkungen auf die Realwirtschaft

„Gegen Ende des Jahres 2008 griff die globale Finanzkrise dann mit voller Wucht auf die Realwirtschaft über (...).“³³² „Nachfolgend sollen fünf verschiedene Kanäle, die sogenannten *Transmissionsmechanismen*, über die sich die finanziellen Probleme auf die Realwirtschaft auswirken, beschrieben werden.“³³³

„Der *Vermögenseffekt* ist ein indirekter Effekt, der die Auswirkungen auf den Konsum und die Investitionen einer Volkswirtschaft durch die veränderte Bewertung des Ver-

³³⁰ Vgl. BaFin, 2011, S.32

³³¹ Vgl. Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung *Sonderfonds für Finanzmarktstabilisierung*: Online im Internet 27.06.2011

³³² Peinemann, B. 2010, S.32

³³³ Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose *Folgen der US-Immobilienblase belasten Konjunktur*: 12.05.2011, S.9 sowie Koziel, 2010, S.12

mögens erklärt.“ Treten Finanzmarktschwankungen auf, so äußert sich dies in einer „(...) Bewertungsänderung des Vermögens (...)“. Verändern sich beispielsweise die „(...) Tauschverhältnisse zwischen zwei Währungen (...)“, kann dies in der Folge „(...) eine neue Bewertung der Fremdwährungsanlagen notwendig machen.“ Wenn sich „(...) insbesondere in Krisenzeiten (...)“ „(...) diese Schwankungen in mehreren Bereichen des Finanzmarktes (...)“ ausbreiten, kann dadurch „die gesamte Nachfrage eines Landes“ aufgrund solcher „Vermögenseffekte beeinflusst werden (...)“. ³³⁴ „Zudem sinken durch die veränderte Bewertung des Vermögens die Erwartungen der Haushalte bezüglich zukünftiger Vermögenserträge, was zur Konsequenz hat, dass die Konsumnachfrage ebenfalls sinkt.“ ³³⁵

Der *Nettovermögenskanal* schränkt den Konsum einer Volkswirtschaft zusätzlich ein. „Durch das geringere Vermögen der Haushalte (...)“ wird eine Kettenreaktion ausgelöst, die mit sinkenden Sicherheitswerten, „(...) die für eine Kreditaufnahme notwendig sind (...)“, dazu führt, dass „(...) die Kreditinstitute höhere Finanzierungskosten verlangen“, es werden „(...) weniger Kredite aufgenommen (...)“ und somit „(...) weniger Ausgaben getätigt (...)“. ³³⁶

Wenn es um „die Auswirkungen der veränderten Bewertung von Bankenvermögen (...)“ geht, beschreibt dies der sogenannte *Bankbilanzkanal*. Damit die Banken ihre Eigenkapitalquote verbessern bzw. ihre regulatorische Eigenkapitalquote wiederherstellen können, „(...) verlangen sie ihr verliehenes Kapital kurzfristig wieder zurück.“ Diese Tatsache findet ihren Ursprung in den „(...) begrenzten Möglichkeiten der Kapitalaufnahme einer Bank während einer Krise“, was die Kreditnehmer dazu zwingt, ihre geplanten „(...) Investitionen bzw. ihren Konsum auf einen späteren Zeitpunkt zu verschieben bzw. ganz zu verwerfen.“ ³³⁷

„Die verminderten Möglichkeiten der Risikodiversifikation auf den Finanzmärkten führen zum sogenannten *Risikostruktur- bzw. Portfolioeffekt*.“ Da Investoren ihr Vertrauen

³³⁴ Vgl. Das Magazin für Wirtschaftspolitik – Die Volkswirtschaft *Volkswirtschaftliche Auswirkungen der Finanzkrise*: Online im Internet 31.05.2011, S.33 sowie Koziel, 2010, S.12

³³⁵ Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose *Folgen der US-Immobilienblase belasten Konjunktur*: 12.05.2011, S.9 sowie Koziel, 2010, S.12

³³⁶ Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose *Folgen der US-Immobilienblase belasten Konjunktur*: 12.05.2011, S.9 sowie Koziel, 2010, S.12

³³⁷ Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose *Folgen der US-Immobilienblase belasten Konjunktur*: 12.05.2011, S.9 sowie Koziel, 2010, S.12

in bestimmte Finanzprodukte verloren haben, „(...) werden diese auf den Märkten nicht mehr gehandelt (...)“, d.h. sie haben „(...) für die Risikostreuung der Investitionen (...)“ keine Relevanz mehr. Für andere Anlagemöglichkeiten bedeutet das, sie sind für die Finanzmarktakteure und verlieren dadurch ebenfalls an Wert.³³⁸

„Der *Restrukturierungseffekt* tritt ein, wenn die Banken aufgrund sinkender Solvenz z.B. dazu gezwungen sind, Kredite neu zu verhandeln (...).“ Für die betroffenen Unternehmen kann das vor allem in Krisenzeiten bedeuten, dass sie sich die Tilgung ihrer Kredite nicht mehr weiter leisten können. Die Unternehmen müssen „(...) ihre geplanten Projekte aufgeben, insbesondere wenn diese erst langfristig Erfolg versprechen.“ Ihnen bleibt somit nichts anderes übrig, als ihre „(...) langfristig produktiven Projekte (...)“ gegen weit weniger effiziente Projekt einzutauschen, die nur „(...) kurzfristig Ertrag versprechen (...)“, oder möglicherweise „(...) sogar ineffizient sind.“³³⁹

Die Realwirtschaft wird in diesem Zusammenhang insbesondere auch „(...) durch den *Internationalisierungsgrad* einer Wirtschaft (...)“ beeinflusst. Kommt es zu einer „(...) Schwächung der internationalen Nachfrage, hat dies für eine offene, international verflochtene Volkswirtschaft negative Auswirkungen und die Produktion muss verringert werden, was zur Freisetzung von Arbeitskräften führt.“³⁴⁰ „Insbesondere in den Exportnationen Japan und Deutschland führte dies zur Ausweitung der Probleme der Finanz- und Wirtschaftskrise.“³⁴¹

Die Banken hielten sich gegen Ende 2008 „(...) angesichts dramatischer Verluste und einer damit verbundenen schmelzenden Eigenkapitalausstattung zunehmend bei der Vergabe risikoreicher Kredite zurück.“ In diesem Zusammenhang verschärften sie drastisch „(...) ihre Kreditvergabestandards und forderten höhere Zinsen(...)“. In der Folge wurde „(...) der Zugang zu Fremdkapital für zahlreiche Unternehmen und Privatpersonen maßgeblich erschwert (...)“. Viele Investitionen mussten deshalb „(...) teilweise aufgeschoben oder gänzlich unterlassen werden, da die Anschlussfinanzierungen immer

³³⁸ Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose *Folgen der US-Immobilienblase belasten Konjunktur*: 12.05.2011, S.9 sowie Koziel, 2010, S.12

³³⁹ Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose *Folgen der US-Immobilienblase belasten Konjunktur*: 12.05.2011, S.9 sowie Koziel, 2010, S.12f.

³⁴⁰ Vgl. Das Magazin für Wirtschaftspolitik – Die Volkswirtschaft *Volkswirtschaftliche Auswirkungen der Finanzkrise*: Online im Internet 31.05.2011, S.34 sowie Koziel, 2010, S.12

³⁴¹ Carstensen, K./Nierhaus, W./Hülsewig, O./ Abberger, K./ Breuer, C./Elstner, S./Henzel, S./Mayr, J./ Meister, W./ Paula, G./Stangl, A./Wollmershäuser, T. 2009, S.11 sowie Koziel, 2010, S.13

unsicherer wurden.“ Zu allem Übel brach darüber hinaus der private Konsum zuerst in den USA, wenig später in der ganzen Welt ein.³⁴²

„Gegen Ende des Jahres 2008 stand die Weltwirtschaft vor einer außergewöhnlich scharfen Rezession. Heftigkeit, Tempo und synchrone regionale Ausdehnung des konjunkturellen Abschwungs sind in der Nachkriegsgeschichte ohne Beispiel.“³⁴³

„Das Handelsvolumen der führenden Industriestaaten brach im November 2008 gegenüber dem Vorjahr um 8% ein.“³⁴⁴ „Für das Jahr 2009 prognostizierte die Welthandelsorganisation einen Rekordeinbruch des Welthandels von 9% - ein Wert, der seit dem Zweiten Weltkrieg nicht mehr erreicht wurde.“³⁴⁵ „Die deutsche Wirtschaftsleistung schrumpfte ab dem Frühjahr des Jahres 2008 vier Quartale in Folge.“³⁴⁶ „Mit einer auf das Jahr hochgerechneten Rate von 6,2% verzeichnete das Bruttoinlandsprodukt der USA Ende des Jahres 2008 den stärksten Rückgang seit dem Jahr 1982.“³⁴⁷ Um die Rezession zu dämpfen, reagierten zahlreiche Staaten mit umfangreichen Hilfen und Konjunkturprogrammen. Zum Ende des Jahres 2008 einigten sich die EU-Regierungschefs „(...) auf ein Konjunkturprogramm im Umfang von 200 Milliarden Euro.“ Darüber hinaus wurden eine Reihe von nationalstaatlichen Programmen gefahren, die die heimischen Volkswirtschaften beleben sollten. Der damals neu gewählte Präsident der USA, *Barack Obama*, verkündete zusätzliche Hilfe in Höhe von 700 Milliarden US-Dollar, um die heimische US-Wirtschaft zu beleben. Diesem Beispiel folgt auch China mit „(...) umfangreichen konjunkturstützenden Maßnahmen.“ „Zum Jahresende senkte die US-Notenbank *Fed* den Leitzins von 1% auf 0 bis 0,25%; die Europäische Zentralbank *EZB* reduzierte den Leitzins ihrerseits von 3,25 auf 2,5%“.³⁴⁸

³⁴² Vgl. BaFin 2009, S.17 sowie Peinemann, 2010, S.32f.

³⁴³ BaFin 2009, S.17 sowie Peinemann, 2010, S.33

³⁴⁴ Handelsblatt *Welthandel: Einbruch oder Todesspirale?*: Online im Internet 01.06.2011 sowie Peinemann, 2010, S.33

³⁴⁵ Spiegel Online *WTO rechnet mit Rekordeinbruch im Welthandel*: Online im Internet 01.06.2011 sowie Peinemann, 2010, S.33

³⁴⁶ Statistisches Bundesamt *Die Bundesländer - Strukturen und Entwicklungen Ausgabe 2008*: Online im Internet 01.06.2011 sowie Peinemann, 2010, S.33

³⁴⁷ Focus Money Online *USA so schwach wie seit 27 Jahren nicht mehr*: Online im Internet 01.06.2011

³⁴⁸ Vgl. BaFin 2009, S.20 sowie Peinemann, 2010, S.33

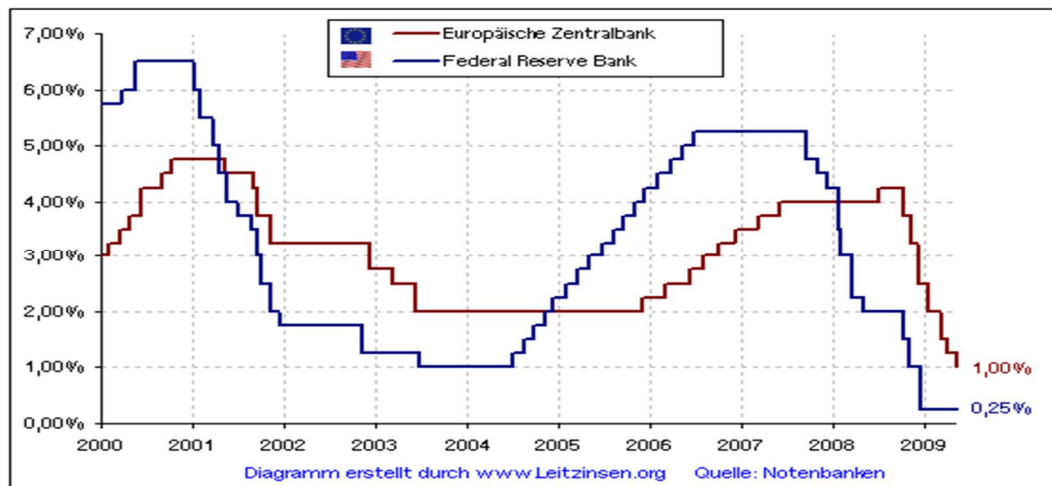


Abbildung 14: Leitzinsentwicklung USA/ Eurozone³⁴⁹

Das Jahr 2008 gestaltete sich als ein sehr düsteres Kapitel für die weltweiten Aktienmärkte. Im Jahreslauf brachen die Aktienindizes stark ein. Deutlich wird diese Tatsache nachdem der deutsche Aktienindex *DAX* „(...) für das Jahr 2008 ein Minus von mehr als 40%“ verbuchen musste. „Auch der amerikanische Aktienindex *S&P 500* und der japanische Aktienindex *Nikkei* (...)“ mussten mit hohen Verlusten das Jahr 2008 abschließen.³⁵⁰

Die Subprime-Krise, die im Jahr 2007 vom US-amerikanischen Immobilienmarkt ausging, griff sehr rasch auf die Banken und mit „(...) dem Fall von *Lehman Brothers* vor allem auf die Kreditmärkte über.“ Es breitete sich eine tiefe Vertrauenskrise in der Finanzlandschaft aus, „(...) in der das Kontrahentenrisiko für die Marktteilnehmer nicht mehr einschätzbar war(...)“. Folglich „(...) gingen die Finanzinstitute dazu über, Liquidität zu horten und ihre Kreditvergabepraxis stark einzuschränken.“ Der Interbankenmarkt kam fast vollständig zum Erliegen, da die Kapitalflüsse gestört waren. Schnell wirkte sich diese negative Entwicklung „(...) auf die Realwirtschaft aus, als es für Unternehmen und Privatpersonen zunehmend schwieriger wurde, Kredite oder Abschlussfinanzierungen zu erhalten.“ Die großen Industrienationen versuchten „(...) mit milliardenschweren Rettungspakten (...)“ den Bankensektor zu stützen und mit umfangreichen Konjunkturprogrammen die heimische Wirtschaft zu beleben.³⁵¹

³⁴⁹ Leitzinsen: Online im Internet 05.06.2011

³⁵⁰ Vgl. Peinemann, B. 2010, S.33f.

³⁵¹ Vgl. Spiegel Online *Finanzkrise kostet Weltwirtschaft über zehn Billionen Dollar*: Online im Internet 01.06.2011 sowie Peinemann, B. 2010, S.34

Auch das Jahr 2009 wird von den „(...) Folgewirkungen der Finanzkrise (...)“ dominiert.³⁵² Seit dem Jahresbeginn mussten in den USA mehr als 80 Banken ihre Türen für immer schließen.³⁵³ Dramatisch wurde auch die Situation auf den Arbeitsmärkten. Der US-amerikanische Arbeitsmarkt verlor „(...) seit dem Ende des Jahres 2007 bereits mehr als 5,1 Millionen Stellen (...)“. Mit der sich daraus ergebenden US-Arbeitslosenquote von 8,5 % im März 2009, entsprach diese „(...) damit dem höchsten Stand seit 25 Jahren.“³⁵⁴ „Auch in den anderen Industrieländern steigen im Zuge des Wirtschaftsabschwungs die Arbeitslosenzahlen.“³⁵⁵

Nach den einschneidenden Ereignissen der vergangenen beiden Jahre konnte sich die deutsche Wirtschaft erstaunlich schnell erholen. Sie wuchs doppelt so schnell „(...) wie der Durchschnitt der Europäischen Union (...)“ und wurde in diesem Zusammenhang „(...) zur Konjunkturlokomotive in Europa (...)“. „Mit 3,6 % hat die deutsche Wirtschaft den größten Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts seit der deutschen Einheit erzielt.“ Grundlage dieser äußerst positiven Entwicklung und dem damit verbundenen wirtschaftlichen Aufschwung „(...) nach dem schockartigen konjunkturellen Einbruch im Winterhalbjahr 2008/2009 (...)“, war insbesondere die weltwirtschaftliche Erholung.³⁵⁶ Diese Entspannung der weltwirtschaftlichen Lage „(...) ist insbesondere einem Beschäftigungsaufschwung“ zu verdanken.³⁵⁷ Vor allem in den USA sank die Arbeitslosenquote im Frühsommer 2011 auf „(...) den niedrigsten Stand seit April 2009“ auf 8,9 %. Experten sprechen „(...) von einem Wendepunkt bei der Arbeitsmarktentwicklung (...)“ der USA. Doch zugleich warnen sie „(...) vor zu hohen Erwartungen in der nahen Zukunft: Demnach könnte es Jahre dauern, bis die US-Arbeitslosenquote wieder ein normales Niveau – 4-6% - erreicht hat.“³⁵⁸ Auch in Deutschland hat die Beschäftigung im Durchschnitt des Jahres 2010 „(...) mit 40,5 Millionen Personen sogar den höchsten Stand seit der deutschen Einheit erreicht.“³⁵⁹

³⁵² Vgl. Peinemann, B. 2010, S.34

³⁵³ Vgl. Spiegel Online *Drei weitere US-Banken müssen schließen*: Online im Internet 01.06.2011 sowie Peinemann, B. 2010, S.34

³⁵⁴ Vgl. Zeit Online *Arbeitslosigkeit so hoch wie seit 25 Jahren nicht*: Online im Internet 01.06.2011 2011 sowie Peinemann, B. 2010, S.34

³⁵⁵ Peinemann, B. 2010, S.34f.

³⁵⁶ Vgl. Bundesministerium für Finanzen, 2011, S.1f.

³⁵⁷ Vgl. Bundesministerium für Finanzen, 2011, S.2

³⁵⁸ Zeit Online *US-Arbeitslosenquote auf tiefstem Stand seit zwei Jahren*: Online im Internet 16.06.2011

³⁵⁹ Vgl. Bundesministerium für Finanzen, 2011, S.2

„Seit Anfang 2009 rückt vor allem die explodierende Staatsverschuldung vieler Länder zunehmend in den Focus der Berichterstattung.“ Dabei schlagen vor allem die umfangreichen „(...) staatlichen Rettungspakete für den Banken- und Finanzsektor (...)“ zu Buche, „(...) aber auch die sich im Zuge der Rezession einstellenden rückläufigen Steuereinnahmen führen weltweit zu wachsenden Haushaltsdefiziten“ (Abbildung 12 links).³⁶⁰

Diese Belastungen für den Staatshaushalt kommen in einer Zeit, in der die Regierungen der fortgeschrittenen Volkswirtschaften bereits mit einem rasanten Anstieg ungedeckter implizierter Verpflichtungen, infolge der Bevölkerungsalterung, konfrontiert sind. Das Zusammentreffen dieser Faktoren ließ ernsthafte Zweifel an der Tragfähigkeit der Fiskalpolitik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften aufkommen. Dies verstärkte auch Bedenken im Hinblick auf das Länderrisiko. Infolgedessen stiegen die Anleiherenditen und die *Spreads von Credit-Default-Swaps (CDS)* für die Staatsschulden mehrerer Länder im vergangenen Jahr beträchtlich, was mancherorts zu beispiellosen staatlichen Maßnahmen führte (Abbildung 12 Mitte).³⁶¹

Das sich die Länderrisiken in einem bedenklichen Zustand befinden, „(...) kamen erstmals nach der Ankündigung umfangreicher Rettungspakete für Finanzinstitute und groß angelegter Konjunkturprogramme Ende 2008 und Anfang 2009 auf.“ Doch rückten diese Befürchtungen im Verlauf des Jahres 2009 mehr und mehr in den Hintergrund, da man sich vermehrt auf „(...) die globale Konjunkturabkühlung und die damit einhergehende Zunahme der Arbeitslosigkeit (...)“ konzentrierte. Erst gegen Ende des Jahres rückte das Länderrisiko wieder verstärkt in den Vordergrund, „(...) als sich die *CDS-Spreads* für Staatsschulden von Dubai stark ausweiteten“, was seinen Ursprung in einer „(...) überraschenden Ankündigung von Dubai World (...)“ findet, das für „(...) einen der drei strategischen Investmentvehikel des Landes, ein Schuldmoratorium (...)“ angestrebt wird.³⁶²

Der Jahreswechsel rückte den Focus nun mehr und mehr auf den Euro-Raum, „(...) da hier hohe Haushaltsdefizite in mehreren Ländern eine rapide Steigerung der Staatsschulden erwarten (...)“ ließ. Die anfänglichen Sorgen über die Haushaltslage des

³⁶⁰ Vgl. Peinemann, B. 2010, S.35

³⁶¹ Vgl. BIZ 2010, S.29

³⁶² Vgl. BIZ 2010, S.29

schwer angeschlagenen Griechenlands, weiteten sich schnell „(...) auch auf andere Länder aus (...).“ Vor allem Portugal und Spanien werden „(...) mit einer fatalen Kombination von hohen Haushaltsdefiziten und mangelnder Wettbewerbsfähigkeit konfrontiert (...).“ Während „die Renditen griechischer Staatsanleihen und die *CDS-Spreads* (...)“ noch im Dezember 2009 begangen allmählich zu steigen, schossen sie regelrecht in die Höhe, als die Ratingagentur *Standard & Poor's* griechische Staatsanleihen Ende April 2010 „(...) auf „Junk“-Status herabstufte.“ In der gleichen Woche musste „(...) die Agentur auch die Ratings (...)“ der sich in einem labilen Zustand befindenden Länder Portugal und Spanien absenken, was eine „(...) beträchtliche Ausweitung der *CDS-Spreads* dieser Länder (...)“ zur Folge hatte. Anfang Mai 2010 sicherten die Mitgliedsstaaten des Euroraums und der *Internationalen Währungsfonds (IWF)* „(...) Griechenland einen gemeinsamen Notkredit in Höhe von 110 Milliarden Euro zu (...).“ Voraussetzung für die milliarden schweren Hilfen war die Verpflichtung der griechischen Regierung „(...) zur Umsetzung drakonischer Sparmaßnahmen (...).“ Kurz darauf musste darauf reagiert werden, dass diese Summe noch lange nicht ausreichen würde, „(...) um die Anleger zu beruhigen.“ Vor dem Hintergrund „(...) rasant steigender Anleihe- und *CDS-Spreads* (...)“ ließen die wichtigsten EU- und IWF-Entscheidungsträger „(...) ein gemeinsames Stabilisierungspaket von 750 Milliarden Euro (...)“ verkünden, infolgedessen „(...) die Staatsanleihe- und *CDS-Spreads* deutlich gegenüber dem Höchststand der Vorwoche (...)“ zurückgingen.³⁶³

„Diejenigen Staaten, die vorsorglich Konsolidierungsmaßnahmen angekündigt hatten, waren dem Druck der Märkte weniger stark ausgesetzt.“ Insgesamt kann man sagen, dass „(...) das Ausmaß der Veränderung der *CDS-Spreads* im Euroraum positiv mit den Haushaltsdefiziten der betreffenden Staaten“ korrelierte, was in Abbildung 12 rechts noch einmal verdeutlicht wird. Im Gegensatz dazu „(...) blieben die Renditeaufschläge (...)“ in Irland „(...) für Staatsschuldtitel 2009 und Anfang 2010 relativ stabil, obgleich das für den Zeitraum von 2007 bis 2011 veranschlagte Haushaltsdefizit höher als dasjenige Portugals oder Spaniens und beinahe so hoch wie das griechische Defizit ist.“ Zurückführen lässt sich „die Stabilität der *Spreads* (...)“ höchstwahrscheinlich auf die glaubhaften Ankündigungen von Sparmaßnahmen der „(...) irischen Regierung im März 2009 (...)“ sowie auf die positiven Wachstumsaussichten Irlands.³⁶⁴

³⁶³ Vgl. BIZ 2010, S.29f.

³⁶⁴ Vgl. BIZ 2010, S.30

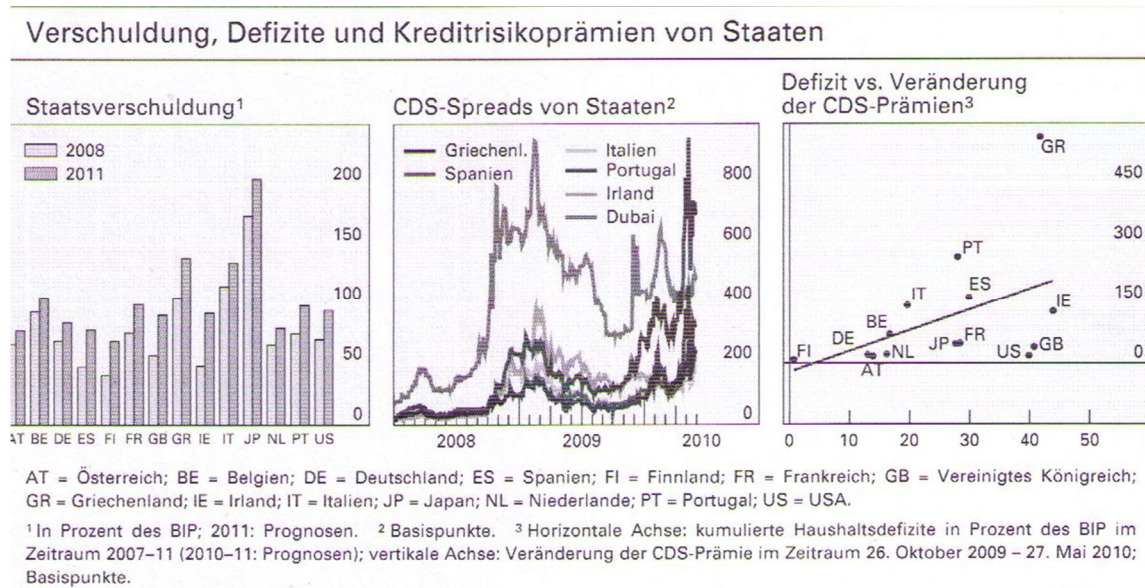


Abbildung 15: Verschuldung, Defizite und Kreditrisikoprämien von Staaten³⁶⁵

Wie enorm wichtig eine rechtzeitige Haushaltskonsolidierung sein kann, zeigten die verhaltenen Reaktionen der Marktteilnehmer auf die angekündigten Sparmaßnahmen „(...) von den Regierungen Griechenlands, Portugals und Spaniens (...)“. Zwar gingen die Anleihe- und CDS-Spreads nach Bekanntwerden der Sparmaßnahmen „(...) zur Verringerung der Haushaltsdefizite (...)“ zurück, „(...) allerdings weniger stark als nach der Ankündigung des gemeinsamen Stabilisierungspakets von EU und IWF im Umfang von 750 Milliarden Euro.“ Die weitreichenden Maßnahmen wie beispielsweise „(...) Lohnkürzungen im öffentlichen Sektor, Steuererhöhungen und Anhebungen des Rentenalters (...)“, betrachteten die Anleger „(...) lediglich als erste Schritte eines langwierigen, aber unumgänglichen Prozesses der Haushaltskonsolidierung.“ Zudem bezweifelten die Anleger, dass die betroffenen Regierungen fähig sind diese Konsolidierungsprogramme entschlossen durchzusetzen.³⁶⁶

Die prekäre Lage Griechenlands hielt auch im Jahr 2010 weiter an. „(...) Nach dem sich das offiziell gemeldete Haushaltsdefizit als falsch erwiesen hatte (...)“, musste dies „(...) spürbar nach oben korrigiert werden (...)“. „Die Finanzierungskosten Griechenlands am Kapitalmarkt schossen daraufhin in die Höhe.“ Die Lage entspannte sich erst, „(...) als ein Notfallplan mit bilateralen Hilfen entwickelt wurde (...)“. Um ein Übergreifen „(...) auf andere Staaten der Euro-Peripherie (...)“ zu verhindern, schnürten die

³⁶⁵ BIZ 2010, S.29

³⁶⁶ BIZ 2010, S.30

Mitgliedsstaaten der Europäischen Union und der Internationale Währungsfonds (IWF) im Mai 2010 den *Europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus (EFSM)* und die *Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF)*. Die sehr umfassenden Stützungsmaßnahmen nahmen ungeahnte Ausmaße in Höhe von 750 Milliarden Euro an.³⁶⁷

„Trotz aller zur Krisenbewältigung blieb die Nervosität an den Kapitalmärkten groß.“ Man befürchtete, das angeschlagene „(...) Staaten unter dem zunehmenden Druck der Bevölkerung früher oder später gezwungen sein könnten, den eingeschlagenen harten Konsolidierungskurs zu verlassen.“ In der zweiten Jahreshälfte rückten die schwellenden Finanzprobleme Portugals, Spaniens, Italiens sowie Belgiens und vor allem Irlands immer mehr in den Fokus der Berichterstattung. Im November 2010 schlüpfte Irland nach anfänglichem Zögern „(...) als erster Staat unter den europäischen Rettungsschirm“, da „die Rettung des überdimensionierten Bankensektors (...)“ das Land überforderte. 85 Milliarden Euro werden unter strengen Reglementierungen von EU und IWF bereitgestellt. „Spanien litt 2010 schwer unter den Folgen der geplatzten Immobilienblase und gehörte in Europa beim Wirtschaftswachstum zu den Schlusslichtern.“³⁶⁸

Die europäische Staatsschuldenkrise rückte 2010 vorrangig in den Blick der Finanzmärkte. Doch auch „(...) andere bedeutende Wirtschaftsregionen der Welt (...)“ müssen sich mit ihrer zugespitzten finanziellen Lage der öffentlichen Haushalte auseinandersetzen. „So überstieg 2010 der Schuldenstand des Staates in Japan das Bruttoinlandsprodukt um mehr als das Doppelte.“ Mit einer Verschuldungsquote von 130 % lag diese in Japan deutlich höher als in Griechenland.³⁶⁹

Auch das Jahr 2011 hält weitere Hiobsbotschaften für das Finanzmarktdrama bereit. So stuften die US-amerikanischen Ratingspezialisten von *Standard & Poor's (S & P)* im Juni „(...) die langfristige Bonität Griechenlands um eine weitere deutliche Stufe (...)“ herab: Wurde die Kreditwürdigkeit der Südeuropäer vormals mit *B* eingestuft, so bewerteten die Experten von *S & P* „(...) nun nur noch mit *CCC* (...)“. Eine weitere Herabstufung würde Zahlungsunfähigkeit Griechenlands bedeuten. „Die Begründung aus den USA war dabei eindeutig: Eine Umschuldung, und damit natürlich formal ein Zahlungsausfall, wird aus Rating-Sicht immer wahrscheinlicher.“ Es häufen sich die

³⁶⁷ Vgl. BaFin, 2011, S.15

³⁶⁸ Vgl. BaFin, 2011, S.17

³⁶⁹ Vgl. BaFin, 2011, S.19

Anzeichen, "(...) dass das griechische Schuldendrama nun in seine entscheidende Runde geht." In Europa wird fieberhaft nach einer Lösung für Griechenland gesucht. Man diskutiert über das ideale Maßnahmenpaket für das schwer angeschlagene Land: „Ein zweites Rettungspaket oder eine mögliche Stundung der Schulden? Oder eine finanziell sinnvolle Kombination aus beiden Alternativen?“³⁷⁰

„Auch in den USA, wo die Finanzkrise am Markt für Subprime-Hypotheken ihren Ursprung hatte, verschlechtert sich die Lage der Staatshaushalte rapide.“ Im Vergleich zum Jahr 2007 erhöhte sich der Schuldenstand bis 2010 um rund 30 Prozentpunkte, das sind 94 % der Wirtschaftsleistung. „Einschließlich der Bundesstaaten und Kommunen nähert sich die US-Verschuldungsquote in großen Schritten sogar der Marke von 120 %.“ Doch dieser Wert könnte noch getoppt werden, „(...) da der überaus expansive fiskalpolitische Kurs, der zur Bankenrettung und Konjunkturbelebung eingeschlagen worden war, noch nachwirkt und das Haushaltsdefizit nur langsam zurückgeführt werden kann.“³⁷¹ Die US-amerikanischen Banken fürchten nun den Staatsinfarkt Supermacht. „(...) Laut der *Financial Times* bereiten sich große Wall-Street-Banken bereits auf den Ernstfall vor.“ Um „(...) die Abhängigkeit des Finanzsystems von Staatsanleihen zu verringern“ leiten die Geldhäuser Maßnahmen ein, um „(...) im Ernstfall im August massiv US-Staatsanleihen abzustoßen.“ „Eine alternative Strategie wäre es, mehr Bargeld zur Absicherung von Derivategeschäften und anderen Transaktionen aufzubauen.“ Einigen sich „(...) Obamas Demokraten und die oppositionellen Republikaner (...)“ bis zum 2. August 2011 „(...) nicht auf eine Anhebung der derzeitigen Schuldenobergrenze (...)“ so droht dem US amerikanischen Staat der Finanzkollaps. Die aktuelle Schuldenobergrenze der USA von 14,3 Billionen US-Dollar, wurde schon im Mai 2011 gerissen, trotz alledem bleibt das Land laut „(...) Finanzminister *Timothy Geithner* durch außergewöhnliche Maßnahmen flüssig - gemeint sind Bilanzierungstricks.“ „Einflussreiche Investoren haben sich bereits vollständig aus US-Staatsanleihen zurückgezogen und sogar Wetten gegen sie abgeschlossen, etwa der Großanleger *Pimco*. Zudem haben die großen Ratingagenturen *Standard & Poor's*, *Moody's* und *Fitch* mit einer Herabstufung der Kreditwürdigkeit der USA gedroht.“³⁷²

³⁷⁰ Finanzwirtschaftler.de *S&P-Downgrade: Griechenland-Rating nun nur noch bei CCC*: Online im Internet 14.06.2011

³⁷¹ Vgl. BaFin, 2011, S.19

³⁷² Vgl. Spiegel Online *Amerikas Banken fürchten den Staatsinfarkt*: Online im Internet 14.06.2011

Im Verlauf dieser Studienarbeit konnte „die Staatspleite der USA“ in letzter Sekunde angewendet werden. Am 01. August 2011 nahm die angehobene Schuldengrenze „(...) die erste parlamentarische Hürde (...)“, nachdem Republikaner und Demokraten einen US-Schuldenkompromiss ausgehandelt hatten. „Mit 269 Ja-Stimmen und 161 Nein-Stimmen passierte der Schuldenplan (...)“ am besagten Montag „(...) kurz vor der drohenden Zahlungsunfähigkeit der USA das Repräsentantenhaus.“³⁷³

„Bitte denkt daran was passiert, wenn wir zahlungsunfähig werden.“ Nancy Pelosi

„Beide Parteien sind für den Schlamassel verantwortlich, beide müssen zusammenarbeiten, um uns aus dem Schlamassel wiederherauszuholen.“ Paul Ryan

„(...) Die Zahlungsunfähigkeit zu vermeiden und die Krise zu beenden, die Washington dem Rest der Amerikaner aufgedrückt hat (...).“ Barack Obama

Beide Parteien einigten sich auf eine Anhebung des Schuldenlimits „(...) von derzeit 14,3 Billionen US-Dollar mit historischen Sparmaßnahmen in zwei Etappen um insgesamt 2,4 Billionen Dollar (...)“. Das Pendant „(...) zur Erhöhung des Schuldenlimits (...)“ sind langfristige Einsparungen in Höhe von fast 2,5 Billionen US-Dollar. Realisiert werden soll dies neben einer „(...) sofortigen Festlegung auf Kürzungen von einer Billion US-Dollar binnen zehn Jahren (...)“, auch über einen Sparplan in Höhe von 1,5 Billionen US-Dollar. Diesen „(...) soll ein Kongressausschuss bis Ende Herbst (...)“ ausarbeiten, der dabei sowohl mit „(...) Einschnitten im sozialen Netz (...)“ als auch mit Steuerreformen einhergehen wird.³⁷⁴

Am darauffolgenden Tag, dem 02. August 2011 gab auch der Senat „(...) grünes Licht für die Vereinbarungen (...)“. Auch der *Internationale Währungsfonds IWF* „(...) begrüßte den Kompromiss.“ Die neue IWF-Chefin *Christine Lagarde* äußerte sich dahingehend, dass dieser „(...) die Unsicherheit an den Märkten (...)“ verringere und „(...) die Glaubwürdigkeit der USA (...)“ erhöhe. US-Finanzminister *Timothy Geithner* äußerte sich gegenüber der *Washington Post*, dass der Schulden-Deal „(...) dem Kongress genug Spielraum für kurzfristige Maßnahmen zur Stärkung der Konjunktur in diesem Herbst geben (...)“ dürfte.³⁷⁵

³⁷³ Vgl. Manager Magazin *US-Abgeordneten billigen Schuldendeal*, Online im Internet: 08.08.2011

³⁷⁴ Vgl. Manager Magazin *US-Abgeordneten billigen Schuldendeal*, Online im Internet: 08.08.2011

³⁷⁵ Vgl. Manager Magazin *USA behalten Topbonität – vorerst*, Online im Internet: 08.08.2011

Angesichts des exorbitanten Schuldenberges der USA straft die Ratingagentur *Standard & Poor's* das Land ab. „Nur drei Tage nach der Einigung im Gezerre um die Schuldengrenze (...)“ stuft die Ratingagentur „(...) die US-Bonität von der Bestnote AAA auf AA+ herunter.“ Darüber hinaus verwies *Standard & Poor's* auf einen langfristig negativen Ausblick, wenn „(...) die USA ihre Schulden nicht in den Griff bekommen sollten (...)“. In diesem Fall könnte das Rating der USA in den „(...) nächsten zwei Jahren auf AA (...)“ fallen.³⁷⁶

Auf den Verlust der Top-Bewertung des US-Ratings reagierten die weltweiten Finanzmärkte überaus nervös. Die verheerenden Folgen am 08. August 2011 waren: Weltweit fallende Börsenkurse und die Angst vor einem Rückfall in eine Rezession.³⁷⁷

Schon am 10. August 2011 stabilisierten sich die Finanzmärkte wieder, doch von einem stabilen Finanzsystem kann nicht gesprochen werden.

China übte „(...) ungewöhnlich scharfe Kritik (...)“ am US-Schuldendrama: Die Nachrichtenagentur *Xinhua* verlauten, dass „(...) Amerika für seine Schuldensucht und das kurzsichtige politische Gezerre bezahlen muss (...)“. China als der größte Gläubiger der USA habe daher „(...) jedes Recht zu verlangen, dass die USA ihre strukturellen Schuldenprobleme in den Griff bekommen und die Sicherheiten chinesischer Dollar-Anlagen sicherstellen.“ Darüber hinaus „(...) stellt Peking erneut die bislang führende Rolle des Dollar infrage.“ Demnach müsse auch „(...) über Alternativen zum Dollar als Reservewährung nachgedacht werden.“³⁷⁸

Für *Jean-Claude Trichet* „(...) haben die seit vier Jahren andauernden Turbulenzen auf den Finanzmärkten eine historische Dimension.“³⁷⁹ Der Präsident der *Europäischen Zentralbank* definiert die Schuldenkrise vieler Länder als „(...) die schwerste Krise seit dem Zweiten Weltkrieg (...)“.³⁸⁰

³⁷⁶ Vgl. Manager Magazin *S&P stuft Bonität der USA herab*: Online im Internet 08.08.2011

³⁷⁷ Vgl. Spiegel Online *Finanzkrise*: Online im Internet 09.08.2011

³⁷⁸ Vgl. Manager Magazin *S&P stuft Bonität der USA herab*: Online im Internet 08.08.2011

³⁷⁹ Vgl. Welt Online *Die schwerste Krise seit dem Zweiten Weltkrieg*: Online im Internet 10.08.2011

³⁸⁰ Vgl. Welt Online *EZB: Schwerste Krise seit dem Zweiten Weltkrieg*: Online im Internet 10.08.2011

2.1.3 Die Wirtschafts- und finanzpolitischen Maßnahmen

Damit die Folgen der schwersten Finanz- und Wirtschaftskrise seit 1929 „(...) auf einem möglichst überschaubaren Niveau (...)“ gehalten werden können, ist ein Eingreifen der staatlichen Institutionen unumgänglich. „(...) Voraussetzung für die Wirksamkeit der Maßnahmen (...)“ ist in diesem Zusammenhang zuerst einmal „(...) die Wiederherstellung des Bankensektors (...)“, dessen Zusammenbruch sich rasch auf weitere Sektoren ausgeweitet hat.³⁸¹

Den Kern der eingeleiteten staatlichen Maßnahmen sollten eine „(...) Verbesserung der Eigenkapitalbasis der Banken sowie die Vermeidung systemischer Ansteckungen (...)“ bilden, wobei mit Nachdruck auf die Nachhaltigkeit der Maßnahmen geachtet werden sollte. Die *Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose*, bestehend aus mehreren renommierten Wirtschaftsforschungsinstituten, erachtet „(...) rein buchhalterische Korrekturen wie das Abändern von Bilanzregeln oder Nachsicht in Bezug auf die Einhaltung von regulatorischen Vorgaben (...)“ als nicht als des Rätsels Lösung. Begründet wird diese eindeutige Position damit, dass die eingeleiteten Maßnahmen zur „(...) Verschleierung der Probleme im Bankensektor beitragen und damit das Vertrauen der Wirtschaftssubjekte nicht wiederhergestellt werden kann.“ Alternativ schlägt die Projektgruppe die „(...) Herauslösung der Risikoaktiva aus den Banken (...)“ oder die „(...) Zuführung frischen Kapitals (...)“ vor, was von einigen Ländern „(...) im Rahmen ihrer politischen Maßnahmen (...)“ bereits umgesetzt wurde. Kurzfristig gesehen heißt das primäre Ziel: Überwindung der Krise, der mittel- bis langfristiger Horizont soll allerdings „die durch die expansive Finanz- und Geldpolitik verursachten Budgetdefizite der Staaten sowie die Stabilität des Preisniveaus“ verstärkt in den Mittelpunkt rücken.³⁸²

„Laut Zimmermann sind folgende Maßnahmen zielführend (...)“: Die „(...) international koordinierte Flutung der Geldversorgung, niedrige Zinsen sowie die Garantie der Interbankenkredite und der Spareinlagen.“ Die Maßnahme einer „(...) zeitlich begrenzten Teilverstaatlichung (...)“ kann in diesem Zusammenhang dazu genutzt werden, „(...) öffentliches Eigenkapital zur Verfügung zu stellen (...)“. Dies konnte man bei-

³⁸¹ Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose *Im Sog der Weltrezession*: Online im Internet 12.05.2011 S. 83 sowie Koziel, 2010, S.27

³⁸² Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose *Im Sog der Weltrezession*: Online im Internet 12.05.2011 S. 83 sowie Koziel, 2010, S.27

spielsweise in Großbritannien beobachten. Mit der Gründung der sogenannten *Bad Banks*, „(...) können die Risikoaktiva der Banken aus deren Bilanzen eliminiert werden (...).“³⁸³

Die Geldpolitik der Zentralbanken

In der keynesianische Sichtweise werden die *Kreditkosten- und Kreditverfügbarkeitsmechanismen* „(...) als wichtigste Übertragungswege zwischen dem monetären und dem realwirtschaftlichen Bereich“ identifiziert. Im Kern bildet der sogenannte *kredittheoretischen Transmissionsansatz* „(...) die Anhängigkeit der Investitionen und des privaten Konsums von Krediten“ ab. Das hat zur Folge, dass die Zentralbanken auf beide Faktoren Einfluss nehmen können, „(...) indem sie die Kreditvergabe der Banken entsprechend ihrer Ziele verändern.“ Das *kredittheoretische Transmissionskonzept* beruht auf der Tatsache, dass sich Unternehmen nur dann dazu entschließen Kapital zu investieren, „(...) wenn die Ertragsrate des zu finanzierenden Projektes höher ist als der Marktzins (...).“ Nur dann lohnt es sich für die Unternehmen Fremdkapital aufzunehmen bzw. vorhandenes „(...) Eigenkapital nicht anderweitig anzulegen.“ Mit einer Änderung des Marktzinses, kommt es direkt zu einer Auswirkung „(...) auf die Bewertung der Rentabilität von Projekten (...).“ und damit auch auf „(...) die Anzahl der von den Unternehmen getätigten Investitionen (...).“ Es entsteht eine Ursache- Wirkungsbeziehung, die schlussfolgern lässt, „(...) dass die Zentralbanken zur Steuerung der Investitionen das Zinsniveau verändern müssen.“ Die Veränderungen lassen sich „(...) entweder direkt über den Einsatz zinspolitischer Instrumente oder indirekt mittels liquiditätspolitischer Instrumente (...)“ realisieren.³⁸⁴

„Die direkte Steuerung des Zinsniveaus erfolgt über den Leitzins, das heißt senken die Zentralbanken die Zinsen, zu denen sie den Kreditinstituten Kapital zur Verfügung stellen, geben diese den niedrigen Zins an die Unternehmen und die privaten Haushalte weiter, wodurch die Rentabilität von Projekten und somit die Investitionstätigkeit zunimmt.“³⁸⁵ Das niedrige Zinsniveau überträgt sich „(...) zuerst auf den Geldmarktsatz,

³⁸³ Vgl. Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung *Schadensbegrenzung oder Kapriolen wie im Finanzsektor?*: Online im Internet 12.05.2011 S.19 sowie Koziel, 2010, S.27

³⁸⁴ Vgl. Pätzold, J./Baade, D. 2008, S.110f. sowie Koziel, 2010, S.28

³⁸⁵ Pätzold, J./Baade, D. 2008, 7. Auflage, S.112 sowie Koziel, 2010, S.28

d.h. auf den Zinssatz am Interbankenmarkt (...)“, und erst danach auf sämtliche weitere Zinssätze, wie beispielsweise Hypothekenzinsen oder Kreditzinsen.³⁸⁶

„Die indirekte Steuerung des Zinsniveaus basiert auf folgendem Ursachen- Wirkungs- zusammenhang: (...)“ Erhöht sich „(...) die Liquidität der Kreditinstitute (...)“, können diese mehr Kredite an die Marktteilnehmer vergeben, „(...) was durch den Wettbewerb auf dem Markt dazu führt, dass das Zinsniveau fällt und zusätzliche Kredite nachgefragt werden.“ Wenn folglich das Angebot auf den Kreditmärkten steigen soll, müssen die Zentralbanken „(...) für eine Erhöhung der Bankenliquidität sorgen (...)“. Erschwerend kommt allerdings hinzu, dass „(...) die Geldpolitik stark von der *Zinsreagibilität*³⁸⁷ abhängig“ ist. Fällt diese *Zinsreagibilität* nicht in der gewünschten Intensität aus, ist sie also zu gering, „(...) werden die monetären Impulse der Zentralbanken nicht an die Wirtschaftssubjekte weitergetragen und die Maßnahmen führen nicht zu dem gewünschten Erfolg.“ Da die Vielfältigkeit der „(...) Einflussfaktoren auf das Investitionsverhalten (...)“ sehr groß ist, kann es durchaus möglich sein, „(...) dass das Zinsniveau nur einen geringen Einfluss darauf besitzt.“³⁸⁸

Zum Problem an diesem Konzept wird allerdings die Tatsache, „(...) dass Leitzinssenkungen das Potenzial besitzen, Inflation hervorrufen.“ Ursächlich dafür sind die Preiserhöhungen in einer wirtschaftlichen Aufschwungphase, die sehr schnell auftreten können und „(...) dann nur sehr schwer wieder einzudämmen“ sind.³⁸⁹

Außerdem kann seitens der Zentralbanken nicht sichergestellt werden, „(...) dass die von ihnen zur Verfügung gestellten Mittel nur Banken mit kurzfristigen, durch die Krise ausgelösten Liquiditätsschwierigkeiten zu Gute kommen.“³⁹⁰

„Über den *Wechselkurskanal* wirken die geldpolitischen Maßnahmen auf die internationale Nachfrage nach den Gütern eines Landes.“ Insbesondere für die Volkswirtschaften, deren Anteil am BIP im hohen Maße „(...) durch Import oder Export erwirtschaftet wird (...)“ ist der Wechselkurskanal von entscheidender Bedeutung. Beispielsweise können hier die Länder Deutschland oder Japan genannt werden. Die Attraktivität für

³⁸⁶ Vgl. Holtemüller, O. 2008 S.185 sowie Koziel, 2010, S.28

³⁸⁷ Unter dem Begriff Zinsreagibilität oder –empfindlichkeit wird die Reaktion der Wirtschaftssubjekte auf eine Veränderung des Zinsniveaus bzw. der Zinssätze verstanden.

³⁸⁸ Vgl. Pätzold, J./Baade, D. 2008, S.112 sowie Koziel, 2010, S.28

³⁸⁹ Vgl. Wörl, V. 2009, S. 18 sowie Koziel, 2010, S.28f.

³⁹⁰ Vgl. Holtemüller, O. 2008 S.383 sowie Koziel, 2010, S.29

ausländische Investoren, „(...) Kapital in diesem Land zu investieren“, sinkt, wenn „(...) im Rahmen der Geldpolitik die Zinssätze (...)“ abgesenkt werden. In der Folge bedeutet dies für das betroffene Land somit „(...) eine geringere Nachfrage nach inländischer Währung, was zu einer Währungsabwertung führt.“ Dadurch „(...) werden die Exportgüter des Landes relativ billiger, die Importgüter jedoch teurer.“ Eine Volkswirtschaft, die stark exportorientiert ist und in diesem Zusammenhang auch „(...) einen hohen Anteil ihres BIP mit Exporten verdient, verbessert somit ihre Wettbewerbsposition gegenüber dem Ausland.“³⁹¹

IS/LM-Modell

Mithilfe des *IS/LM-Modells* können geschlossene Volkswirtschaften analysiert werden. Eine Weiterentwicklung des *IS/LM-Modells* ist das sogenannte *Mudell-Fleming-Modell (MFM)*, mit dessen Hilfe sich „die Auswirkungen der politischen Maßnahmen (...)“ genauer darstellen lassen, indem „(...) die Veränderungen des Gesamteinkommen bzw. der Gesamtnachfrage in einer kleinen offenen Volkswirtschaft erklärt (...)“ werden. Um allerdings „(...) die Reaktionen großer offener Volkswirtschaften (...)“ einmal näher beleuchten zu können, müssen beide Modelle kombiniert werden.³⁹²

In Abhängigkeit von der Modellentwicklung wird zunächst das *IS/LM-Modell* vorgestellt. Die Abkürzung *IS* „(...) steht hierbei für Investitionen und Sparen.“ Daraus erschließt sich, dass die *IS-Kurve* den „*Markt für Waren und Dienstleistungen*“ darstellt. Die Abkürzung *LM* steht in diesem Zusammenhang für Liquidität und Geld – engl. money. Die *LM-Kurve* bildet den „*Zusammenhang von Geldangebot und Geldnachfrage*“ ab.³⁹³ „Grundlegend für das *IS/LM-Modell* sind die Gleichungen, die den Güter- (4.1) und den Geldmarkt (4.2) einer Volkswirtschaft beschreiben.“³⁹⁴

³⁹¹ Vgl. Holtemüller, O. 2008 S.188 sowie Koziel, 2010, S.29

³⁹² Vgl. Dornbusch, R./Fischer, S./Startz, R. 2003, S.388 sowie Koziel, 2010, S.29

³⁹³ Vgl. Mankiw, N.G. 2003, S.303 sowie Koziel, 2010, S.29

³⁹⁴ Koziel, 2010, S.29

$$(4.1) \text{ IS: } Y = C(Y-T) + I(i) + G$$

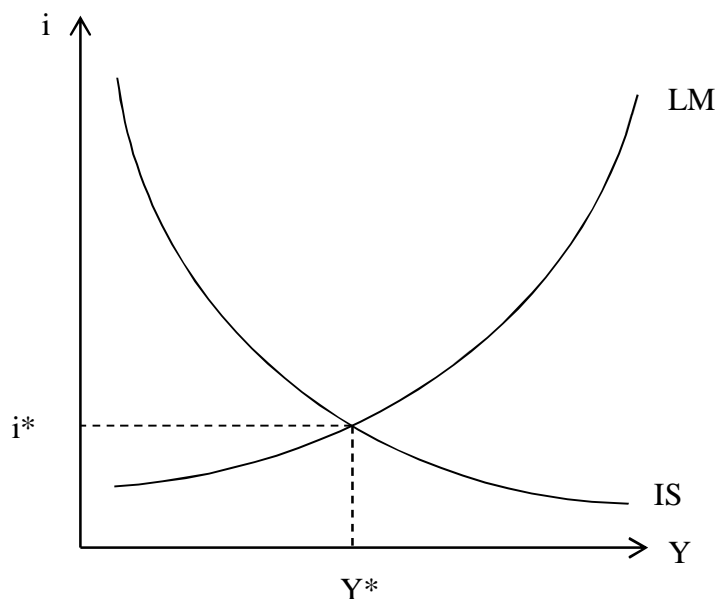
(+) (-)

$$(4.2) \text{ LM: } M/P = L(i, Y)$$

(-, +)

Y	Gesamteinkommen	M	Geldangebot
C	Konsum	P	Preisniveau
(Y-T)	Verfügbares Einkommen	M/P	Reales Geldangebot
I	Investitionen	L(i, Y)	Reale Geldnachfrage
G	Staatsausgaben		
(+/-) Positive/Negative Relation zwischen den Variablen			

„Im Schnittpunkt der IS- und der LM-Kurve ist das gesamtwirtschaftliche Gleichgewicht gegeben (...)\“, d.h. in diesem Punkt sind sowohl die tatsächlichen Ausgaben mit den geplanten als auch „(...) das Angebot mit der Nachfrage der realen Geldmenge identisch.“³⁹⁵ In Abbildung 16 „(...) wird dieses Ausgangsgleichgewicht dargestellt.“³⁹⁶



i Zinssatz i* Gleichgewichtszinssatz
Y Einkommen, Output Y* Gleichgewichtseinkommen

Abbildung 16: Gleichgewichtszustand im IS/LM-Modell³⁹⁷

³⁹⁵ Vgl. Mankiw, N.G. 2003, S.323 sowie Koziel, 2010, S.30

³⁹⁶ Vgl. sowie Koziel, 2010, S.30

³⁹⁷ Mankiw, N.G. 2003, S.323 sowie Koziel, 2010, S.30

Wird „(...) im Rahmen einer expansiven Geldpolitik (...)“ die Geldmenge M erhöht, führt dies zu einem sinken des Zinssatzes i , „(...) da die angebotene Geldmenge die nachgefragte übersteigt.“ Das Schaubild 17 verdeutlicht diese Entwicklung „(...) durch eine sinkende LM-Kurve.“ Aufgrund des gesunkenen Zinssatzes, kommt es auf dem Gütermarkt zu Rückkopplungen, woraus eine vermehrte Investitionstätigkeit entsteht. Wie in einer Kettenreaktion steigen in diesem Zusammenhang auch die Gesamtausgaben, das Produktionsniveau sowie das Einkommen Y . Wir gelangen somit zu der Erkenntnis, „(...) dass geldpolitische Maßnahmen in einer geschlossenen Volkswirtschaft das Einkommen über Zinsänderungen beeinflussen können.“³⁹⁸

„Generell ist zu beachten, dass auch die Fiskalpolitik Auswirkungen auf die wirtschaftliche Entwicklung eines Landes haben kann.“³⁹⁹ Es kann somit durchaus möglich sein, „(...) dass sich die durchgeführten Maßnahmen der Geldpolitik und der Fiskalpolitik gegenseitig in ihrer Wirkung verstärken oder kompensieren.“ Doch „die Reaktionen einer Volkswirtschaft auf die Fiskalpolitik (...)“ sollen hier zunächst noch nicht thematisiert werden, da sie Bestandteil des Unterpunktes 2.1.3.4 sind.⁴⁰⁰

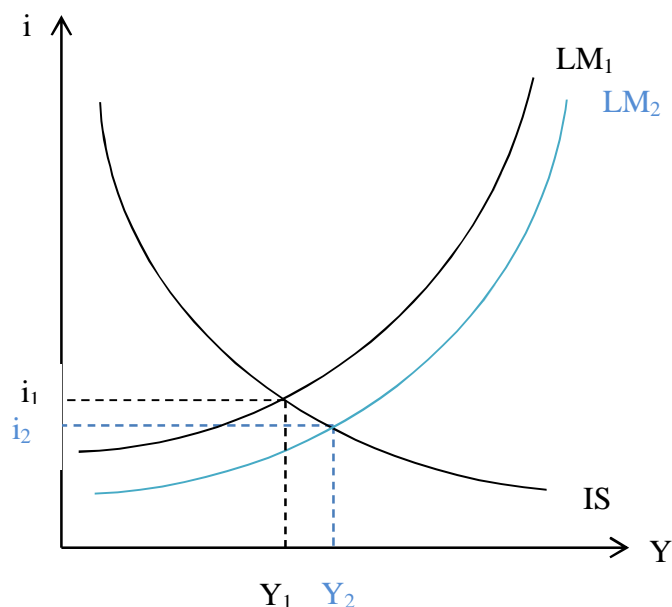


Abbildung 17: Expansive Geldpolitik im IS/LM-Modell⁴⁰¹

³⁹⁸ Vgl. Mankiw, N.G. 2003, S.330 f. sowie Koziel, 2010, S. 30

³⁹⁹ Mankiw, N.G. 2003, S.331 sowie Koziel, 2010, S. 30

⁴⁰⁰ Vgl. Koziel, 2010, S. 30f.

⁴⁰¹ Mankiw, N.G. 2003, S.331 sowie Koziel, 2010, S.31

Mundell-Fleming-Modell

Zwischen den Auswirkungen aus dem *MF*M und dem *IS/LM-Modell* gibt es entscheidende Unterschiede, da es sich im *MF*M „(...) um die Zusammenhänge in kleinen offenen Volkswirtschaften handelt.“ „Die Annahmen sind ein konstantes Preisniveau sowie vollkommene Kapitalmobilität.“ Die vollkommene Kapitalmobilität gibt Volkswirtschaften uneingeschränkte Möglichkeiten auf dem internationalen Markt Kredite aufzunehmen und zu vergeben. Dadurch entspricht „(...) der nationale Zinssatz i_I dem Weltzinssatz i_A .“⁴⁰² Die Gleichung (4.3) verdeutlicht diesen Sachverhalt.⁴⁰³

$$(4.3) \quad i_I = i_A$$

i_I Inländischer Zinssatz

i_A Weltzinssatz

Diese auf den ersten Blick einfache Gleichung, setzt „(...) die Annahme vollkommener Kapitalmobilität (...)“ voraus und basiert auf einem doch recht komplexen Prozess. Wir nehmen einmal die Situation an, „(...) der nationale Zinssatz i_I verändert (...)“ sich. Diese Veränderung würde dazu führen, „(...) dass ausländische Investoren Kapital in die inländische Wirtschaft investieren bzw. ihr investiertes Kapital aus dem Inland abziehen (...)“. In Folge dessen nähert „(...) sich der inländische Zins i_I wieder an den Weltzins i_A (...)“ an. Das *MF*M setzt „(...) somit die Annahme einer sehr schnellen Kapitalmobilität (...)“, sodass trotz umfassender, komplexer Vorgänge die Gleichung (4.3) „(...) stets ihre Gültigkeit behält.“⁴⁰⁴

⁴⁰² Vgl. Mankiw, N.G. 2003, S.361 sowie Koziel, 2010, S.31

⁴⁰³ Vgl. Koziel, 2010, S.31

⁴⁰⁴ Vgl. Mankiw, N.G. 2003, S.362 f. sowie Koziel, 2010, S.31

„Der Gütermarkt wird im *MF*M durch die Gleichung (4.4) beschrieben, die der Gleichung (4.1) aus dem *IS/LM-Modell* sehr ähnlich ist, jedoch zusätzlich die Einbindung in die Weltmärkte berücksichtigt.“⁴⁰⁵

$$(4.4) \quad Y = \underset{(+)}{C(Y-T)} + \underset{(-)}{I(i_A)} + G + \underset{(-)}{NX(e)}$$

NX Nettoexporte
e Wechselkurs

„Die Nettoexporte NX ergeben sich aus der Differenz der Exporte X und dem Wert der Importe (Im/e).“⁴⁰⁶ Der Wechselkurses e bildet dabei „(...) die Menge an ausländischer Währung (...)“ ab, „(...) die man für eine Einheit der inländischen Währung erhält.“⁴⁰⁷

„Der Geldmarkt wird im Modell von Mundell und Flemming durch die Gleichung (4.5) abgebildet.“⁴⁰⁸

$$(4.5) \quad M/P = L(i_A, Y) \\ (-, +)$$

Die Zentralbank steuert das Geldangebot M , das in diesem Zusammenhang „(...) eine exogene (unabhängige) Variable (...)“ darstellt. Die Gegenspieler, also die endogenen (abhängigen) Variablen, sind „das Einkommen Y und der Wechselkurs e (...)“.⁴⁰⁹

Die Abbildung 18 zeigt „(...) die LM-Kurve bei internationalem Handel und unter der Bedingung der Gleichung (4.3) (...)“ „Da der Wechselkurs für die LM_A -Kurve keine Bedeutung hat, steht diese senkrecht auf der Abszisse.“⁴¹⁰

⁴⁰⁵ Koziel, 2010, S.32

⁴⁰⁶ Blanchard, O./Illing, G. 2009, S.593 sowie Koziel, 2010, S.32

⁴⁰⁷ Vgl. Mankiw, N.G. 2003, S.363 sowie Koziel, 2010, S.32

⁴⁰⁸ Koziel, 2010, S.32

⁴⁰⁹ Vgl. Mankiw, N.G. 2003, S.363 sowie Koziel, 2010, S.32

⁴¹⁰ Mankiw, N.G. 2003, S.365 sowie Koziel, 2010, S.32

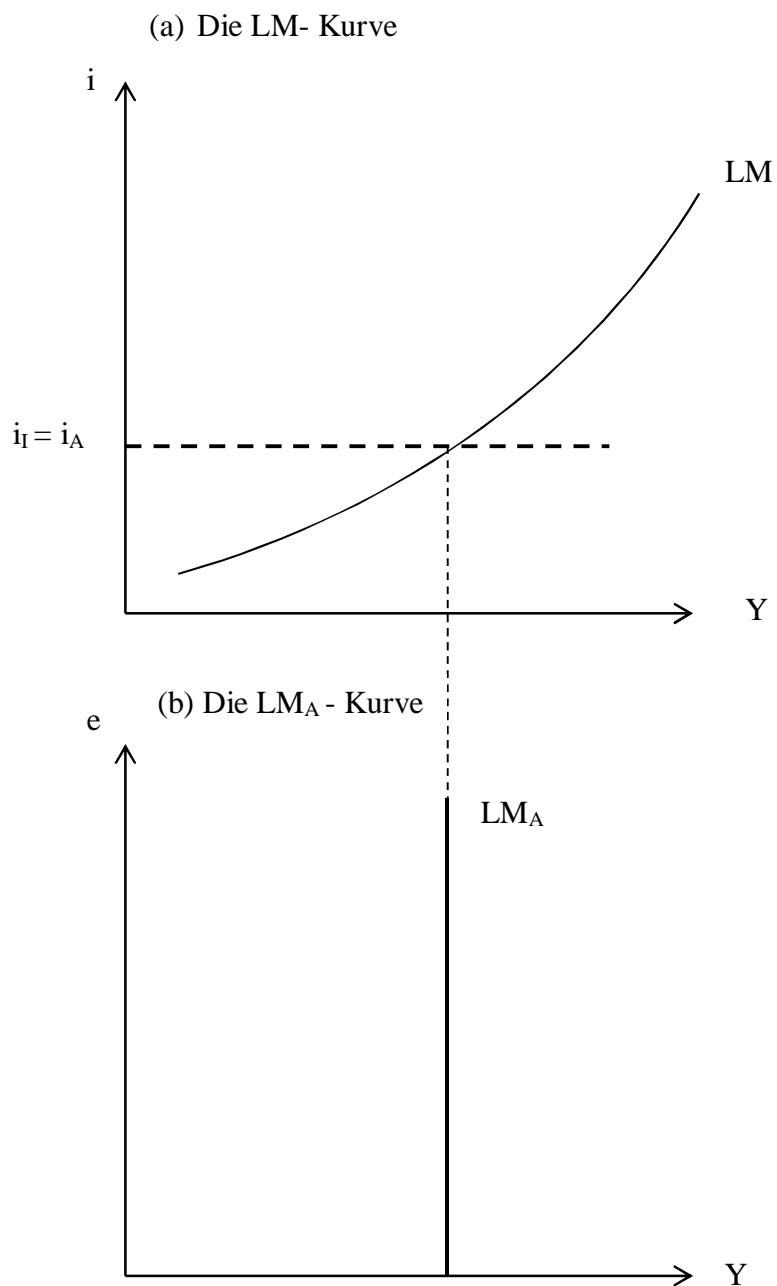


Abbildung 18: LM_A -Kurve⁴¹¹

⁴¹¹ Vgl. Mankiw, N.G. 2003, S.365 sowie Koziel, 2010, S.33

In Abbildung 19 wird der „Gleichgewichtszustand im MFM durch die schwarzen Kurven dargestellt, der Schnittpunkt der IS-Kurve mit der LM-Kurve beschreibt das Gleichgewicht nach einer Geldmengenerhöhung.“⁴¹²

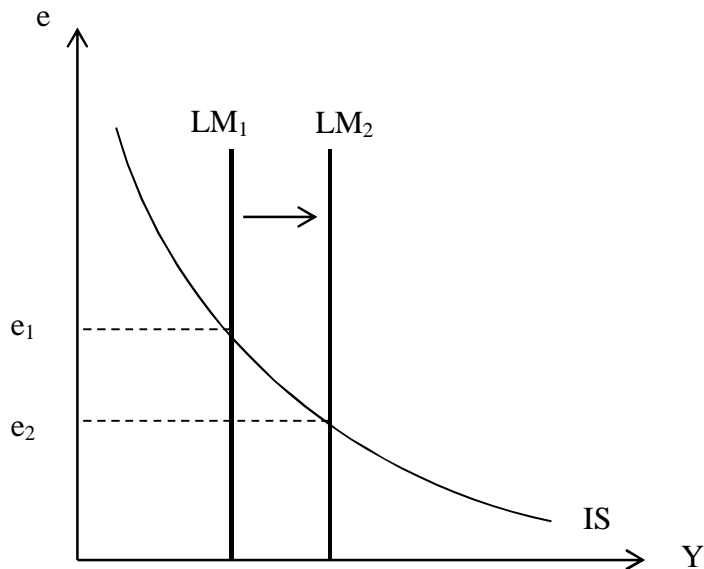


Abbildung 19: Expansive Geldpolitik im MFM bei flexiblen Wechselkursen⁴¹³

„Wird im Rahmen der Geldpolitik die Geldmenge M erhöht (...),“ so nimmt man ein konstantes Preisniveau P an, wodurch sich auch die realen Geldmenge M/P erhöht. In der Folge bedeutet das eine kurzfristige Absenkung des inländischen Zinssatzes und eine Zunahme der Kapitalflüsse und somit auch ein zunehmen des Angebotes an inländischen Devisen. Mit dem damit sinkenden Wechselkurs werden die inländischen Güter „(...) für das Ausland billiger, was die Nachfrage fördert und das inländische Einkommen erhöht.“⁴¹⁴

Mithilfe dieses gerade beschriebenen Effekts „(...) erzielt ein Land eine verbesserte Nachfrage nach inländischen Exportgütern (...).“ Diese erhöhte Nachfrage geht „(...) allerdings auf Kosten des Auslands (...),“ das sie global betrachtet „(...) nicht zu einer Erhöhung des Welthandelsniveaus führt (...).“ In diesem Zusammenhang erfolgt „(...) lediglich ein Export der Arbeitslosigkeit aus dem Inland ins Ausland bzw. ein Import von Beschäftigten in die entgegengesetzte Richtung (...).“ Man nennt diese Politik die sogenannte *Beggar-thy-Neighbor-Politik*, die sich durchaus positiv auswirken kann,

⁴¹² Koziel, 2010, S.33

⁴¹³ Vgl. Mankiw, N.G. 2003, S.368 sowie Koziel, 2010, S.33

⁴¹⁴ Vgl. Mankiw, N.G. 2003, S.368 f. sowie Koziel, 2010, S.33

wenn die Konjunkturzyklen zweier Länder gegenläufig sind. Nur wenn diese Konstellation eintritt, könnte „(...) das Land, welches sich in der Rezession befindet, Beschäftigung aus der boomenden Volkswirtschaft importieren, was in dieser wiederum die Überbeschäftigung verringern würde.“ Negative Auswirkungen hätte diese Politik auf Volkswirtschaften, die sich „(...) in der gleichen Phase des Konjunkturzyklus (...)“ befinden, was „(...) Veränderungen der Wechselkursverhältnisse und somit der Umverteilung der Weltnachfrage auf dem gleichen Niveau“ führen würde.⁴¹⁵

Modell einer großen offenen Volkswirtschaft

Damit wir auch große offene Volkswirtschaften betrachten können, folgt nun eine Kombination des *IS/LM-Modells* mit dem *MFM*. Ein entscheidender Unterschied zwischen großen offenen und kleinen Volkswirtschaften besteht darin, dass der inländische Zinssatz einer großen offenen Volkswirtschaft „(...) nicht durch den Weltzins bestimmt wird, d.h. die Gleichung (4.3) ist für die folgende Betrachtung nicht weiter von Bedeutung.“ Doch stehen nun „(...) die Nettokapitalexporte *NKE* und ihre Verbindung zum Zinssatz (...)“ im Fokus der weiteren Ausführungen. Nettokapitalexporte sind folgendermaßen zu berechnen: Man bildet „(...) die Differenz aus den Anlagen inländischer Investoren im Ausland und den Anlagen ausländischer Investoren im Inland (...)“. Kommt es im Inland zu einer Zinssenkung, fließt das „(...)“ Kapitals der Inländer und der Ausländer ins Ausland.“ Weiterhin geht man davon aus, „(...) dass die Nettokapitalexporte *NKE* dem Leistungsbilanzsaldo entsprechen (...)“. Daraus ergibt sich die Gleichung (4.6), die „(...) ebenfalls die Abhängigkeit der Nettokapitalexporte vom Zinssatz (...)“ darstellt.⁴¹⁶

$$(4.6) \quad NX(e) = NKE(i)$$

(-)

NKE Nettokapitalexporte

⁴¹⁵ Vgl. Dornbusch, R./Fischer, S./Startz, R. 2003, S.387 sowie Koziel, 2010, S.34

⁴¹⁶ Vgl. Mankiw, N.G. 2003, S.393 sowie Koziel, 2010, S.34

„Nun kann die Gleichung (4.6) in die bereits bekannte Gleichung (4.1) aus dem *IS/LM-Modell* für den Gütermarkt eingesetzt werden, wodurch die Gleichung (4.7) entsteht. Zusammen mit der Gleichung (4.2) für den Geldmarkt bildet sie die Grundlage des Modells für große offene Volkswirtschaften.“⁴¹⁷

$$(4.7) Y = C(Y-T) + I(i) + G + NKE(i)$$

Daraus ergibt sich „(...) die stärkere Abhängigkeit der Ausgaben vom Zinssatz“ für Gleichungen großer offener Volkswirtschaften im Unterschied zum *IS/LM-Modells*. Die negativen Folgen einer Zinserhöhung spiegeln sich in abnehmenden Investitionen „(...) sowie in der negativen Beeinflussung der Netto(kapital)-exporte“ wider.⁴¹⁸ Verdeutlicht wird dies in Abbildung 20.⁴¹⁹

⁴¹⁷ Mankiw, N.G. 2003, S.393 sowie Koziel, 2010, S.34

⁴¹⁸ Vgl. Mankiw, N.G. 2003, S.393 sowie Koziel, 2010, S.35

⁴¹⁹ Vgl. Koziel, 2010, S.35

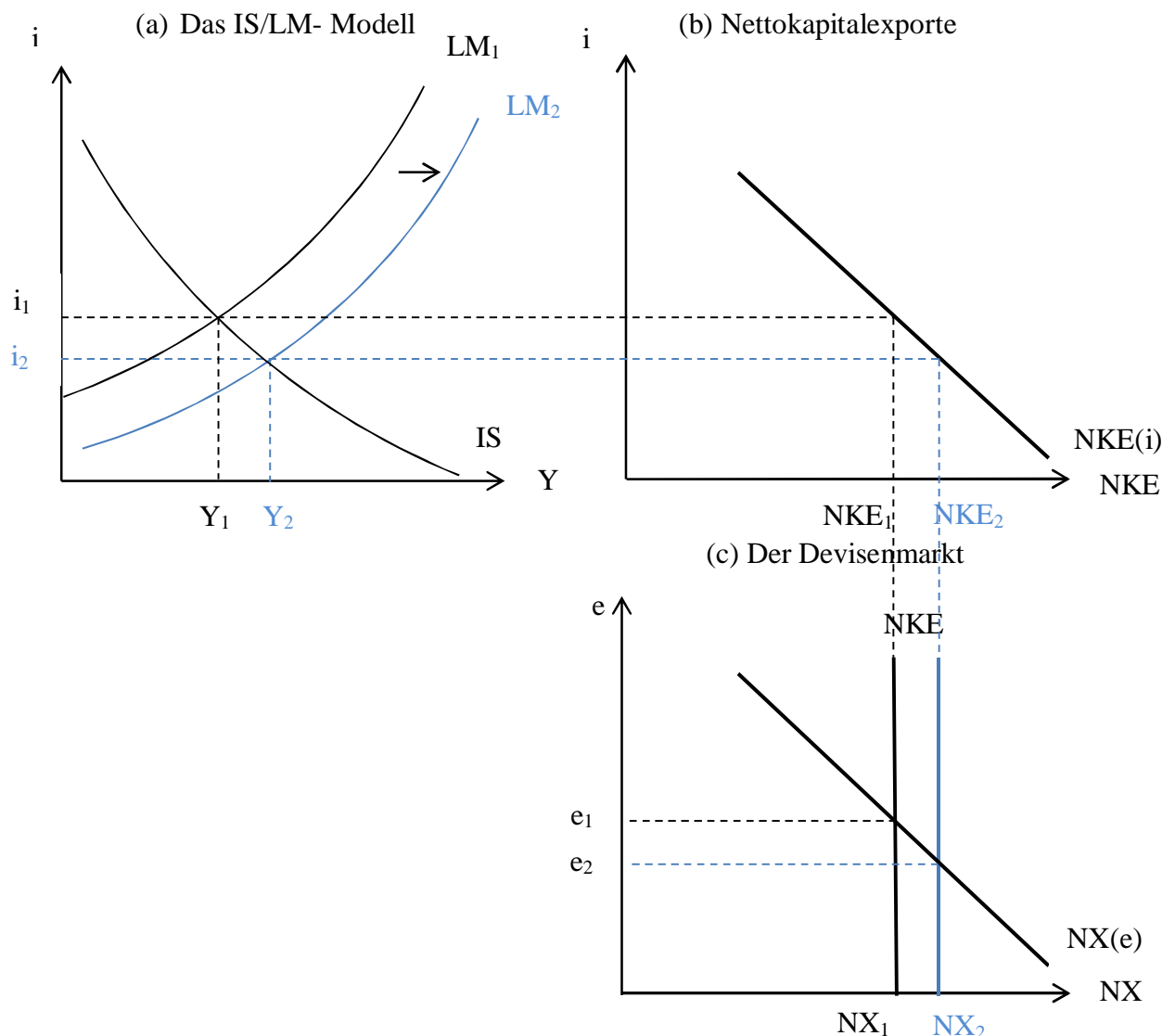


Abbildung 20: Expansive Geldpolitik im Modell der großen offenen Volkswirtschaft⁴²⁰

Teil (a) der Abbildung 17 stellt „(...) das bekannte gesamtwirtschaftliche Gleichgewicht aus dem *IS/LM-Modell* (...)“ dar. Dabei wird allerdings „(...) der Verlauf der IS-Kurve durch die vom Zinssatz abhängigen Nettokapitalexporte determiniert (...)“, wodurch die Steigung der IS-Kurve verringert wird. Diese Entwicklung wird mit zunehmender Abhängigkeit verstärkt. Teil (b) verdeutlicht den „(...) Einfluss des Zinssatzes auf die Nettokapitalexporte (...)“: „Je höher der Zinssatz ist, desto geringer sind sie“. „Die Analyse der Wechselkursveränderungen (...)“ rückt in Teil (c) in den Vordergrund und „(...) veranschaulicht die Wechselkursanpassungen an das Gleichgewicht zwischen Nettokapital- und Nettoexporten.“⁴²¹

⁴²⁰ Mankiw, N.G. 2003, S.397 sowie Koziel, 2010, S.35

⁴²¹ Vgl. Mankiw, N.G. 2003, S.394 f. sowie Koziel, 2010, S.35

„Ein größeres Geldangebot im Rahmen einer expansiven Geldpolitik führt zu einer Verschiebung der LM-Kurve nach rechts (...).“ Dieser Effekt sorgt dafür, dass „(...) das Gesamteinkommen der Wirtschaftssubjekte steigt und der inländische Zinssatz fällt (vgl. Teil (a)).“ Mit dem Fallen des inländischen Zinssatzes, kommt es zu einem Wirken des Wechselkurskanals. Die Einkommenssteigerung wirkt sich positiv auf die inländische Wirtschaft aus, indem die Zinssenkung „(...) die Investitionstätigkeit im Inland verbessert (...)“, und der sinkende Wechselkurs die Exportwirtschaft anregt.⁴²²

Maßnahmen der Federal Reserve – Fed

„Die Zentralbank der USA, die *Fed*, verwendet als geldpolitisches Instrument den *Geldmarktzins (Federal Funds Rate)* und nutzt sogenannte *Offenmarktoperationen*, um diesen zu beeinflussen.“⁴²³ Zu den Operationen zählen beispielsweise der „(...) Handel mit bestimmten festverzinslichen Wertpapieren zwischen einer Zentralbank und den Geschäftsbanken.“ Werden diese Wertpapiere der Geschäftsbanken von der Zentralbank aufgekauft, erhöht sich sowohl „(...) die Geldmenge auf dem Markt (...)“ als auch in diesem Zusammenhang „(...) die Liquidität der Geschäftsbanken (...).“ Wenn den Geschäftsbanken mehr Liquidität zur Verfügung steht, können Sie den Marktteilnehmern mehr Kredite zur Verfügung stellen.⁴²⁴

Generell werden der *Fed* keine Beeinflussungsstrategien vorgegeben, vielmehr ziehen die Verantwortlichen zur Regulierung des Finanzmarktes „(...) verschiedene Analyse- und Steuerungsinstrumente heran.“ Dieser eklektische Ansatz spricht für sich, da die „(...) Geldpolitiker besser auf das jeweilige Problem reagieren können.“ Aufgrund dessen wird die Geldpolitik aber komplizierter und ruft bei den Wirtschaftssubjekten eine gewisse Unsicherheit hervor.⁴²⁵

⁴²² Vgl. Mankiw, N.G. 2003, S.396 f. sowie Koziel, 2010, S.35f.

⁴²³ Holtemüller, O. 2008 S.343 f. sowie Koziel, 2010, S.35f.

⁴²⁴ Vgl. Dornbusch, R./Fischer, S./Startz, R. 2003, S.321 sowie Koziel, 2010, S.36

⁴²⁵ Vgl. Holtemüller, O. 2008 S.343 f. sowie Koziel, 2010, S.36

Maßnahmen der Europäischen Zentralbank – EZB

„Die Steuerungsmöglichkeiten der gemeinschaftlichen Zentralbank sind Offenmarktgeschäfte und Geschäfte, die auf den ständigen Fazilitäten⁴²⁶ basieren.“⁴²⁷

Die Europäische Zentralbank nimmt mit ihrem wichtigsten Steuerungsinstrument, dem Leitzins, Einfluss auf die Geld- und Kapitalmärkte. Eine alternative Steuerungsmöglichkeit ist „(...) beispielsweise der Kauf von Unternehmens- und Staatsanleihen, wie er von der *Fed* durchgeführt wird.“ Allerdings führt dieses Mittel seitens der *EZB* zu großen Problemen, da aufgrund des supranationalen Charakter der Zentralbank zunächst die Frage geklärt werden müsste, „(...) in welcher Höhe sie Staatsanleihen von welchem Land erwerben soll (...)“, was wiederum Probleme, „(...) insbesondere politischer Natur, verursachen dürfte.“⁴²⁸

Angesichts der Finanzmarktkrise verfolgte die *EZB* zur Verbesserung der Liquidität die sogenannte *Frontloading-Strategie*. Dadurch kann „(...) die Liquidität sichergestellt werden (...)“, ohne sie dabei im Durchschnitt erhöhen zu müssen. Grund dafür ist die Tatsache, „(...) dass die Liquidität innerhalb der Mindestreserve-Erfüllungsperioden erst erhöht und dann herabgesetzt wird“, was schließlich „(...) zu einer Entlastung der Geschäftsbanken“ führt. Weitere Feinsteuerungsoperationen machen es der Zentralbank möglich, „(...) die kurzfristigen Zinsen nicht zu weit vom Leitzins (...)“ abweichen zu lassen. Doch als sich „(...) im Oktober 2008 die Situation auf den Geldmärkten nochmals verschlechterte (...)“, musste die *EZB* weitere Maßnahmen ergreifen. Dazu zählen beispielsweise „(...) Vergünstigungen bei Geschäften auf Basis der ständigen Fazilitäten, die Verlängerung des Zugangs zu bestehenden längerfristigen Refinanzierungsmitteln bzw. die Einführung neuer Geschäfte (...)“, sowie „(...) die Bereitstellung von Liquidität in Euro innerhalb der EU.“ Außerdem verlängerte die *EZB* „(...) die Liste der innerhalb des Eurosystems akzeptierten Sicherheiten, sodass die Banken leichter Kredite aufnehmen konnten.“⁴²⁹ Auf Grundlage dessen konnte die Bankenliquidität erhöht

⁴²⁶ Ständige Fazilitäten: die Zentralbankfazilität beinhaltet zwei Übernachtfazilitäten. Die Spitzenrefinanzierungsfazilitäten bieten die Möglichkeit, einen Übernachtskredit aufzunehmen und die Einlagefazilität ermöglicht die Geldanlage zu einem festen Zinssatz bei der EZB

⁴²⁷ Europäische Zentralbank 2009, S.112 sowie Koziel, 2010, S.37

⁴²⁸ Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose *Im Sog der Weltrezession*: Online im Internet 13.05.2011 S. 81 sowie Koziel, 2010, S.37

⁴²⁹ Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose *Im Sog der Weltrezession*: Online im Internet 13.05.2011 S. 113ff. sowie Koziel, 2010, S.38

werden, wodurch sich „(...) die Kreditaufnahme für die Unternehmen erleichtert und den sinkenden Investitionen entgegenwirkt.“⁴³⁰

Finanzpolitik

„Bezüglich einer konjunkturellen Beeinflussung der Wirtschaft durch den Staat gibt es in der Volkswirtschaftslehre verschiedene Ansichten.“ Die Monetaristen beispielsweise befürworten nicht „(...) den Einsatz finanzpolitischer Instrumente (...)“, mit der Begründung, dass „(...) deren Auswirkungen nicht zeitlich genau gesteuert werden können und sich somit die expansive Wirkung einer Maßnahme möglicherweise erst während des Booms entfaltet.“⁴³¹ Im Gegensatz dazu fordern allerdings die Wirtschaftssubjekte der Volkswirtschaften in einer Finanz- und Wirtschaftskrise die Unterstützung seitens des Staates ein. Der Chef der renommierten Deutschen Bank, *Josef Ackermann*, äußerte sich dazu im März 2008: „*Ich glaube nicht mehr an die Selbstheilungskräfte des Marktes.*“⁴³²

Die folgenden Ausführungen untersuchen „(...) die Auswirkungen der Konjunkturprogramme auf die internationale Wirtschaft (...)“ anhand der in Abschnitt 2.1.3.1 vorgestellten Modelle.⁴³³

IS/LM-Modell

„Den Ausgangspunkt der Modellbetrachtungen (...)“ bildet die „(...) Erhöhung der Staatsausgaben (...)“. In diesem Zusammenhang verschiebt „(...) sich die IS-Kurve nach rechts (...)“, wodurch ein neuer Gleichgewichtszustand auf der LM-Kurve entsteht, der von „(...) einem höheren Einkommen Y_2 und Zinssatz i_2 “ geprägt ist.⁴³⁴

⁴³⁰ Vgl. Koziel, 2010, S.38

⁴³¹ Vgl. Zimmermann, H./Henke, K.-D. 2005, S.319 sowie Koziel, 2010, S.39

⁴³² Vgl. Wörl, V. 2009, S.38 sowie Koziel, 2010, S.39

⁴³³ Vgl. Koziel, 2010, S.40

⁴³⁴ Vgl. Mankiw, N.G. 2003, S.330 sowie Koziel, 2010, S.40

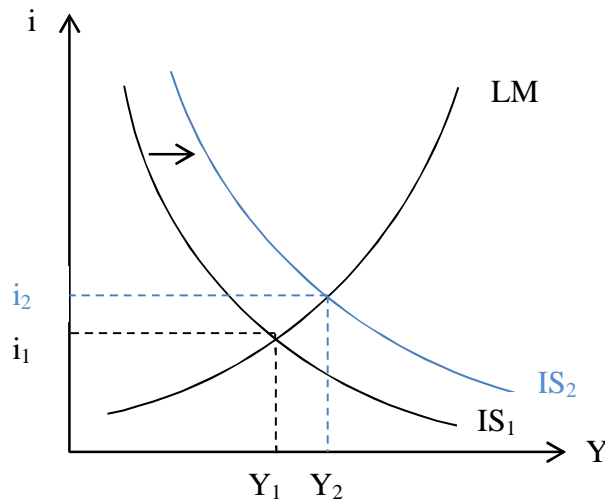


Abbildung 21: Expansive Fiskalpolitik im IS/LM-Modell⁴³⁵

Im Folgenden soll die Ursache-Wirkungsbeziehung dieser Entwicklung dargestellt werden: Aufgrund der staatlichen Güterkaufkräfte kommt es zu einer Stimulation der volkswirtschaftlichen Nachfrage, infolgedessen „(...) die gesamtwirtschaftliche Produktion ansteigt und mit ihr das Einkommen von Y_1 auf Y_2 .“ „(...) Die Geldnachfrage einer Volkswirtschaft (...)“ hängt, in Anlehnung an die Liquiditätspräferenztheorie, positiv vom Einkommen Y ab. Steigt die Geldnachfrage, bleibt das Angebot aber konstant „(...)“ führt dies zur Erhöhung des Zinssatzes i .“ In der Folge werden die Unternehmen aufgrund des gestiegenen Zinssatzes deutlich weniger Investitionen realisieren können, was zu einer Schwächung der „(...) expansive Wirkung der zusätzlichen Staatsausgaben (...)“ führt.⁴³⁶

Werden seitens des Staates zur Verbesserung der wirtschaftlichen Situation des Landes die Steuern gesenkt, „(...) sind die Ursache-Wirkungsbeziehungen in der Volkswirtschaft fast identisch.“ Nennenswerte Unterschiede verdeutlicht sich lediglich „(...) im Ausmaß der Verbesserung und darin, dass die Steuern über den Konsum der Haushalte auf die Nachfrage der Volkswirtschaft wirken und nicht wie zuvor direkt durch die staatlichen Güterkäufe.“⁴³⁷

⁴³⁵ Mankiw, N.G. 2003, S.330 sowie Koziel, 2010, S.40

⁴³⁶ Vgl. Mankiw, N.G. 2003, S.328 f. sowie Koziel, 2010, S.40

⁴³⁷ Vgl. Mankiw, N.G. 2003, S.328 f. sowie Koziel, 2010, S.40

Mundell-Fleming-Modell

Wenn die Regierung einer kleinen offenen Volkswirtschaft „(...) Steuersenkungen oder eine Erhöhung der Staatsausgaben (...)“ beschließt, so äußert sich dies zunächst in einem „(...) Anstieg der Einkommen bzw. der Nachfrage.“ Ein Anstieg der Nachfrage geht mit einer „(...) Steigerung der Einkommen (...)“ einher, und führt zu „(...) einer Verschiebung der IS-Kurve nach rechts (...).“ Steigen nun in diesem Zusammenhang die Einkommen und damit die Geldnachfrage, führt dies in kleinen offenen Volkswirtschaften „(...) zu einem steigenden Zinssatz i_I .“ In der Folge „(...) übersteigt der nationale Zinssatz i_I (...)“ kurzfristig den Weltzins i_A , „(...) was zu erhöhten Kapitalzuflüssen aus dem Ausland ins Inland führt, die aufgrund der höheren Nachfrage nach inländischer Währung eine Steigerung des Wechselkurses e auslösen.“ Die inländischen Exportgüter werden global gesehen teurer und nehmen deshalb ab, was nicht nur zu einem sinken der Nettoexporte, sondern auch des inländischen Einkommens führt. Nimmt man „(...) flexible Wechselkurse und vollständige Kapitalmobilität (...)“ an, haben reale Nachfrageveränderungen keinerlei „(...) Auswirkungen auf das Einkommen (...).“ „Die Folgen einer expansiven Fiskalpolitik sind somit lediglich die Erhöhung des Wechselkurses von e_1 auf e_2 und die Veränderung des inländischen Nachfrageverhältnisses zuungunsten der im Inland produzierten Güter, was zu einem Leistungsbilanzdefizit führt.“⁴³⁸

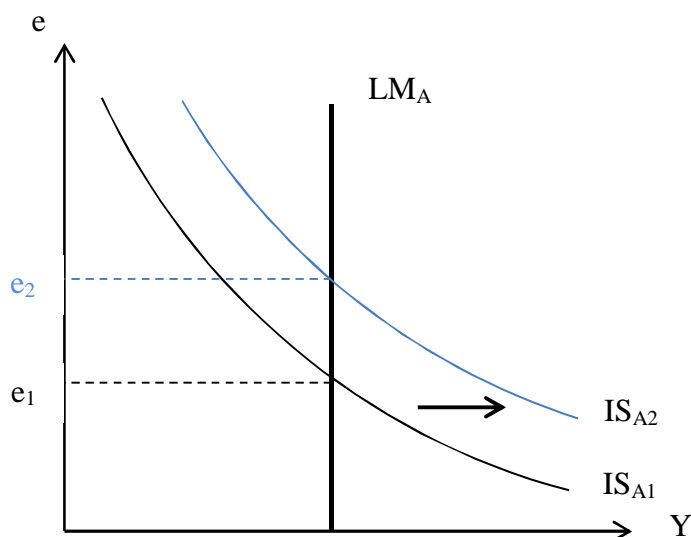


Abbildung 22: Gleichgewicht und expansive Fiskalpolitik im MFM⁴³⁹

⁴³⁸ Vgl. Dornbusch, R./Fischer, S./Startz, R. 2003, 8. S.382 ff. sowie Koziel, 2010, S.41

⁴³⁹ Mankiw, N.G. 2003, S.397 sowie Koziel, 2010, S.41

Modell großer offener Volkswirtschaften

Die in einer großen offenen Volkswirtschaft betriebene expansive Fiskalpolitik, verursacht zunächst die „(...) Verschiebung der IS-Kurve nach rechts (...)“, infolgedessen sowohl das Einkommen als auch die Zinsen steigen (vgl. Teil (a) von Abb. 23). Wie in einer Kettenreaktion führt die Zinserhöhung zum Kapitalzufluss, und damit zu sinkenden Nettokapitalexporten. „Nun wird die Inlandswährung stärker nachgefragt und somit aufgewertet, wodurch die Exportgüter des Inlands relativ teurer werden und die Importgüter billiger, folglich sinken die Nettoexporte.“ Während eine expansive Fiskalpolitik in kleinen offenen Volkswirtschaften zu einer Einkommensminderung führt, erfreuen sich große Länder an einer Einkommenssteigerung, die allerdings nicht dem Ausmaß einer geschlossenen Volkswirtschaft entspricht, „(...) da die Erhöhung hier nicht nur durch die verringerte Investitionstätigkeit, sondern auch durch die sinkenden Nettokapitalexporte gedämpft wird.“⁴⁴⁰

⁴⁴⁰ Vgl. Mankiw, N.G. 2003, S.395 sowie Koziel, 2010, S.41f.

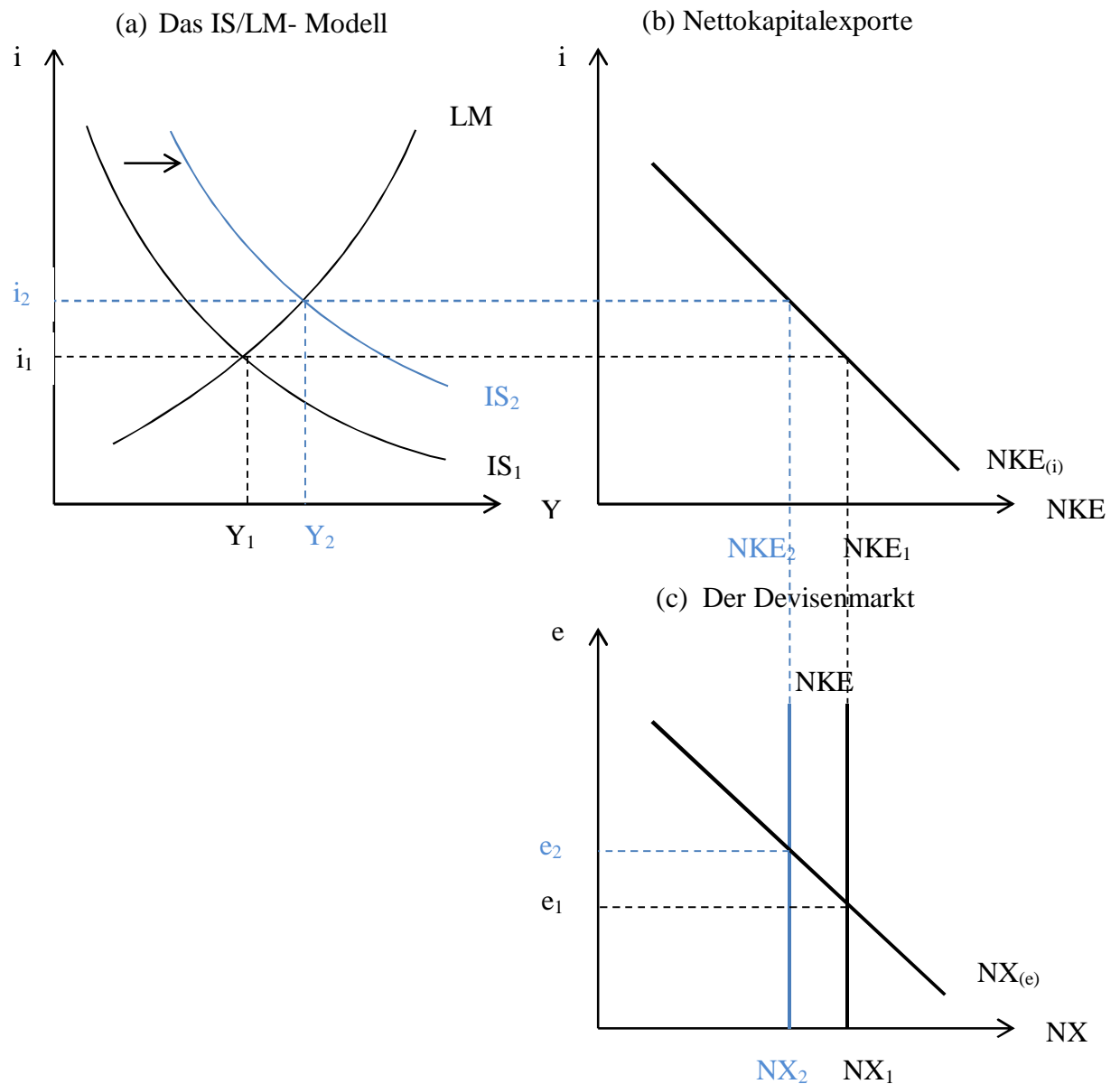


Abbildung 23: Expansive Fiskalpolitik im Modell der großen offenen Volkswirtschaft⁴⁴¹

⁴⁴¹ Mankiw, N.G. 2003 S.396 sowie Koziel, 2010, S.42

2.3 Modifizierte Kapitalanforderungen im Spiegel der Finanzmarktkrise -Basel III

Die Größe und Schwere der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise 2007 „(...) hat schmerzlich vor Augen geführt, wie viele dunkle Ecken und schwer auszuleuchtende Bereiche (...)“ das Finanzsystem hat. Um ähnlichen verheerenden Entwicklungen zukünftig vorzubeugen, und das sogenannte *Schattenbankensystem* besser überwachen zu können, sind in den letzten Monaten einschneidende Reformschritte auf den Weg gebracht worden.⁴⁴²

Mit dem *Globalen Regulierungsrahmen für widerstandsfähiger Banken und Bankensysteme* hat der *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS)*, der als Organ der *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ)* fungiert, im Dezember 2010, „(...) das neue Rahmenkonzept für krisenfestere Banken und Finanzsysteme – *Basel III* – veröffentlicht.“ Dieses Konsultationspapier zu den finalen Regelungen von Basel III, beruht auf den erzielten Einigungen des G-20 Gipfels im November 2010 in Seoul.⁴⁴³

Das neue Regelwerk des Basler Ausschusses zielt darauf ab, „(...) mit strengeren globalen Regeln für Eigenkapital und Liquidität, die Widerstandsfähigkeit des Bankensektors zu stärken.“ Im Fokus steht eine verbesserte „(...) Resistenz des Bankensektors gegenüber Schocks aus Stresssituationen im Finanzsektor und in der Wirtschaft (...)“. In diesem Zusammenhang soll die Gefahr deutlich verringert werden, dass sich finanzwirtschaftlicher Probleme „(...) auf die Realwirtschaft auswirken“ und ganze Staaten in ihren Grundfesten erschüttern können. Denn nur auf Grundlage eines „(...) starken und widerstandsfähigen Bankensystems (...)“ kann sich ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum einstellen. Banken stellen das „(...) Zentrum des Kreditvermittlungsprozesses (...)“ dar, da sie „(...) zwischen Sparern und Anlegern stehen.“ Darüber hinaus sind Banken wichtige Vertragspartner sowohl für Verbraucher, als auch für kleine, mittlere und große Unternehmen sowie Staaten, denen die Banken „(...) wesentliche Dienstleistungen zur Verfügung (...)“ stellen, „(...) die diese für ihr Tagesgeschäft sowohl im Inland als auch auf internationaler Ebene benötigen.“⁴⁴⁴

⁴⁴² Vgl. Dombret, A. 2011, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S. 546-549

⁴⁴³ Vgl. Sopp, G. 2011, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S. 490-494
sowie Maier, S. 2011 in: Risiko-Manager 8-11

⁴⁴⁴ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 1

„Angesichts des Umfangs und der Geschwindigkeit (...)“ der Krise sowie, „als Reaktion auf das Versagen der Märkte in der Krise (...)“, vollzieht der Basler Ausschuss eine Vielzahl „(...) grundlegender Reformen des internationalen Regulierungsrahmens (...)“. Die Reformen setzen sich aus mikroprudenziellen und makroprudenziellen Aspekten zusammen. Unter mikroprudenziellen Aspekten soll die „(...) Regulierung auf Einzelbankebene (...)“ gestärkt werden, wodurch sich die einzelnen Banken in Stresssituationen durch eine erhöhte Widerstandskraft auszeichnen können. Makroprudenzielle Aspekte „(...) zielen auf systemweite Risiken ab, die sich im gesamten Bankensektor aufbauen können, sowie auf das Problem der prozyklischen Verstärkung dieser Risiken im Zeitverlauf.“ Natürlich stehen beide Ansätze zur Bankenaufsicht „(...) in einer Wechselbeziehung zueinander, denn eine erhöhte Widerstandskraft einzelner Banken verringert das Risiko systemweiter Schocks.“⁴⁴⁵

⁴⁴⁵ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 2

2.3.1 Die Kerninhalte im Überblick

A. Verbesserung der globalen Eigenkapitalregelung

Die Reformen im Rahmen einer Verbesserung der globalen Eigenkapitalregelungen umfassen „(...) eine qualitative und quantitative Verbesserung der regulatorischen Eigenkapitalbasis (...)“ und stärken dabei „(...) die Risikodeckung der Eigenkapitalregelung.“⁴⁴⁶

- „Verbesserung der Qualität der Zusammensetzung und der Transparenz der Eigenkapitalbasis“⁴⁴⁷
- „Stärkung der Risikodeckung“⁴⁴⁸
- „Ergänzungen der risikobasierten Eigenkapitalanforderung durch einen Höchstverschuldungsquote“⁴⁴⁹
- „Verringerung der Prozyklizität und Förderung antizyklischer Polster“⁴⁵⁰
- „Bekämpfung der Systemrisiken und Verflechtung“⁴⁵¹

B. Einführung eines globalen Liquiditätsstandards

Der Basler Ausschuss führt in diesem Zusammenhang „(...) international harmonisierte, globale Liquiditätsstandards ein“, die für eine solide Liquiditätsbasis in einem stabilem Bankensektor sorgen sollen.⁴⁵²

- „Mindestliquiditätsquote (Liquidity Coverage Ratio, LCR)“⁴⁵³
- „Strukturelle Liquiditätsquote (Net Stable Funding Ratio, NSFR)“⁴⁵⁴
- „Überwachungsinstrumente“⁴⁵⁵

⁴⁴⁶ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 2

⁴⁴⁷ Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 2

⁴⁴⁸ Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 3

⁴⁴⁹ Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 5

⁴⁵⁰ Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 5

⁴⁵¹ Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 8

⁴⁵² Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 9

⁴⁵³ Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 10

⁴⁵⁴ Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 11

⁴⁵⁵ Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 11

2.3.2 Die Kerninhalte im Einzelnen

A. Verbesserung der globalen Eigenkapitalregelung

Die bisher zulässigen Eigenkapitalinstrumente teilte man in vier Eigenkapitalklassen, sogenannte *Capital Tiers* ein. In diesem Zusammenhang unterstellte man ein Qualitätsgefälle angefangen bei der besten Klasse, dem sogenannten *Kernkapital*, bis hin zur schlechtesten Klasse, den sogenannten *Dritrangmitteln*. Im Rahmen der Reformen von Basel III erfuhren diese Eigenkapitalklassen eine vollständige Umstrukturierung, „(...) wobei dem Kernkapital in der aufsichtlichen Eigenkapitaldefinition zukünftig die zentrale Bedeutung beizumessen ist.“ Das sogenannte *Going Concern Capital* verdeutlicht die Tatsache, dass das Kernkapital eine entscheidende Bedeutung hat: Verluste aufzufangen um so „(...) den Fortbestand des Institutes zu gewährleisten.“ Es wird in *hartes Kernkapital - Common Equity Tier 1*, und *zusätzliches/weiches Kernkapital - Additional Tier 1* unterteilt. Hinzu kommt ein „(...) neu definiertes *Ergänzungskapital* (...)“ – *Gone Concern Capital*, das lediglich im Insolvenzfall die Verlustabsorption sicherstellt, sowie zusätzliche ergänzende Kapitalpuffer. „Die bislang den Eigenmitteln zurechenbaren Dritrangmittel stellen zukünftig (...)“ kein Element des von Banken zu haltenden Kapitals mehr dar.⁴⁵⁶

Hartes Kernkapital - Common Equity Tier 1

Das harte Kernkapital setzt sich aus der Summe nachstehender Einzelbestandteile zusammen:

- „von der Bank ausgegebene Stammaktien (...)“, die allerdings den umfassenden Kriterien des Basler Ausschusses⁴⁵⁷ genügen müssen⁴⁵⁸
- *Aktienagio* auch *Aktienaufgeld*, dass „(...) aus der Ausgabe von Instrumenten (...)“ stammt, „(...) die Teil des harten Kernkapital sind“⁴⁵⁹
- einbehaltene Gewinne⁴⁶⁰
- „kumulierte sonstige dem Gesamtergebnis zugerechnete Erträge (...)“, sowie weitere offengelegte Rücklagen⁴⁶¹

⁴⁵⁶ Vgl. Lüders, U./Manns, T./Schnall, M. 2011, in: Risiko-Manager S.8-21

⁴⁵⁷ siehe Anlage 1

⁴⁵⁸ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 14

⁴⁵⁹ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 14

⁴⁶⁰ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 14

- „Stammaktien, die von konsolidierten Tochtergesellschaften der Bank ausgegeben wurden und von Dritten erhalten werden (...)“, die allerdings auch den umfassenden Kriterien des Basler Ausschusses genügen müssen⁴⁶²
- die im Rahmen „(...) der Ermittlung des harten Kernkapital angewandte regulatorische Anpassungen“⁴⁶³

Zusätzliches/weiches Kernkapital – Additional Tier 1

Das zusätzliche/weiche Kernkapital setzt sich aus der Summe nachstehender Einzelbestandteile zusammen:

- „von der Bank ausgegebene Instrumente (...)“, die auch den umfassenden Kriterien des Basler Ausschusses⁴⁶⁴ genügen müssen, aber nicht Bestandteil des harten Kernkapitals sind⁴⁶⁵
- Aktienagio auch Aktienaufgeld, dass „(...) aus der Ausgabe von Instrumenten (...)“ stammt, „(...) die im zusätzlichen Kernkapital enthalten sind“⁴⁶⁶
- „von konsolidierten Tochtergesellschaften der Bank ausgegebene und von Dritten gehaltene Instrumente (...)“, die die Kriterien des Basler Ausschusses in Bezug auf das zusätzliche Kernkapital erfüllen und nicht Bestandteil des harten Kernkapitals sind⁴⁶⁷
- die im Rahmen „(...) der Berechnung des zusätzliche Kernkapital angewandte regulatorische Anpassungen“⁴⁶⁸

Ergänzungskapital – Gone Concern Capital – Tier 2

Das Ergänzungskapital setzt sich aus der Summe nachstehender Einzelbestandteile zusammen:

- „von der Bank ausgegebene Instrumente (...)“, die den umfassenden Kriterien des Basler Ausschusses⁴⁶⁹ genügen müssen, aber nicht Bestandteil des Kernkapitals sind⁴⁷⁰

⁴⁶¹ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 14

⁴⁶² Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 14

⁴⁶³ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 14

⁴⁶⁴ siehe Anlage 2

⁴⁶⁵ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 16

⁴⁶⁶ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 16

⁴⁶⁷ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 16

⁴⁶⁸ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 16

⁴⁶⁹ siehe Anlage 3

⁴⁷⁰ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 19

- Aktienagio auch Aktienaufgeld, dass „(...) aus der Ausgabe von Instrumenten (...)“ stammt, „(...) die im Ergänzungskapital enthalten sind“⁴⁷¹
- „von konsolidierten Tochtergesellschaften der Bank ausgegebene und von Dritten gehaltene Instrumente (...)“, die die Kriterien des Basler Ausschusses in Bezug auf das Ergänzungskapital erfüllen und nicht Bestandteil des Kernkapitals sind⁴⁷²
- spezielle „(...) Rückstellungen für Kreditausfälle (...)“⁴⁷³
- die im Rahmen der „(...) Ermittlung des Ergänzungskapitals angewandte regulatorische Anpassungen“⁴⁷⁴

Nachdem nun die Bestandteile des Kern- und Ergänzungskapital erläutert wurden, möchte ich auf die konkreten finanzwirtschaftlichen Anpassungen eingehen.

Das harte Kernkapital „(...) wird deutlich von zwei auf 4,5 % erhöht.“ Bis 2015 muss das gesamte Kernkapital, das sich aus dem harten Kernkapital in Höhe von 4,5 % und dem weichen Kapital in Höhe von 1,5 % zusammensetzt, eine Marke von 6 % erreichen. „Rechnet man das zukünftig zu haltende Ergänzungskapital in Höhe von 2 % hinzu, erfüllen die Institute die Gesamtkapitalquote (...)“ von Minimum 8 % der risikogewichteten Aktiva.⁴⁷⁵

Neben der erheblich modifizierten Eigenkapitalqualität, hat der Basler Ausschuss noch „(...) zwei zusätzlich vorzuhaltende Kapitalpuffer implementiert (...)“. Dazu zählen der sogenannte *Kapitalerhaltungspuffer* sowie der *antizyklische Kapitalpuffer*. Beide sollen „(...) zur Reduktion prozyklischer Effekte beitragen“, und „(...) grundsätzlich im Form von hartem Eigenkapital bereitgestellt werden (...)“, um es so „(...) den Instituten in konjunkturell schlechteren Phasen ermöglichen, Risiken aus eigener Kraft, vor allem aber ohne staatliche Hilfen, auffangen zu können.“ Der Kapitalerhaltungspuffer soll bis 2019 einen Wert von 2,5 % erreichen, „(...) und in Phasen aufgebaut werden, in denen die Bank Gewinne schreibt.“ Ergänzend zum Kapitalerhaltungspuffer soll stufenweise

⁴⁷¹ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 19

⁴⁷² Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 19

⁴⁷³ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 19

⁴⁷⁴ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 19f.

⁴⁷⁵ Vgl. Maier, S. 2011 in: Risiko-Manager S. 8-11 sowie Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 13

der antizyklische Kapitalpuffer eingeführt werden. Mit dessen Hilfe sichergestellt werden soll, „(...) dass die Institute das makroökonomische Umfeld der Märkte, auf denen sie agieren, in ihr Risikomanagement mit einbeziehen.“ Auf Grundlage volkswirtschaftlicher Kenngrößen werden die nationalen Aufsichtsbehörden „(...) den Aufbau bzw. die Auflösung eines antizyklischen Kapitalpuffers vorschreiben bzw. zulassen.“ Dadurch kann „(...) die Höhe des Puffers nicht von vorne herein festgelegt (...)“ werden, sondern ergibt sich in Anlehnung an national festgelegten Kriterien, wie Gewichtungssätzen, und institutsspezifischen Kriterien, wie Kreditvolumen.⁴⁷⁶

Die schrittweise Einführung der neuen Kapitalanforderungen verdeutlicht die folgende Abbildung:

Anforderung/Jahr	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Hartes Kernkapital	3,5	4,0	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Zusätzliches Kernkapital	1,0	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Ergänzungskapital	2	2	2	2	2	2	2
Kapitalerhaltungspuffer	-	-	-	0,625	1,25	1,875	2,5
Antizyklischer Kapitalpuffer	Abhängig von Zyklus						

Abbildung 24: Neue Eigenkapitalanforderungen⁴⁷⁷

⁴⁷⁶ Vgl. Lüders, U./Manns, T./Schnall, M. 2011, in: Risiko-Manager, S.8-21

⁴⁷⁷ BaFin, 2011, S.55

Abbildung 25 zeigt die neuen Eigenkapitalregelungen noch einmal im Überblick:

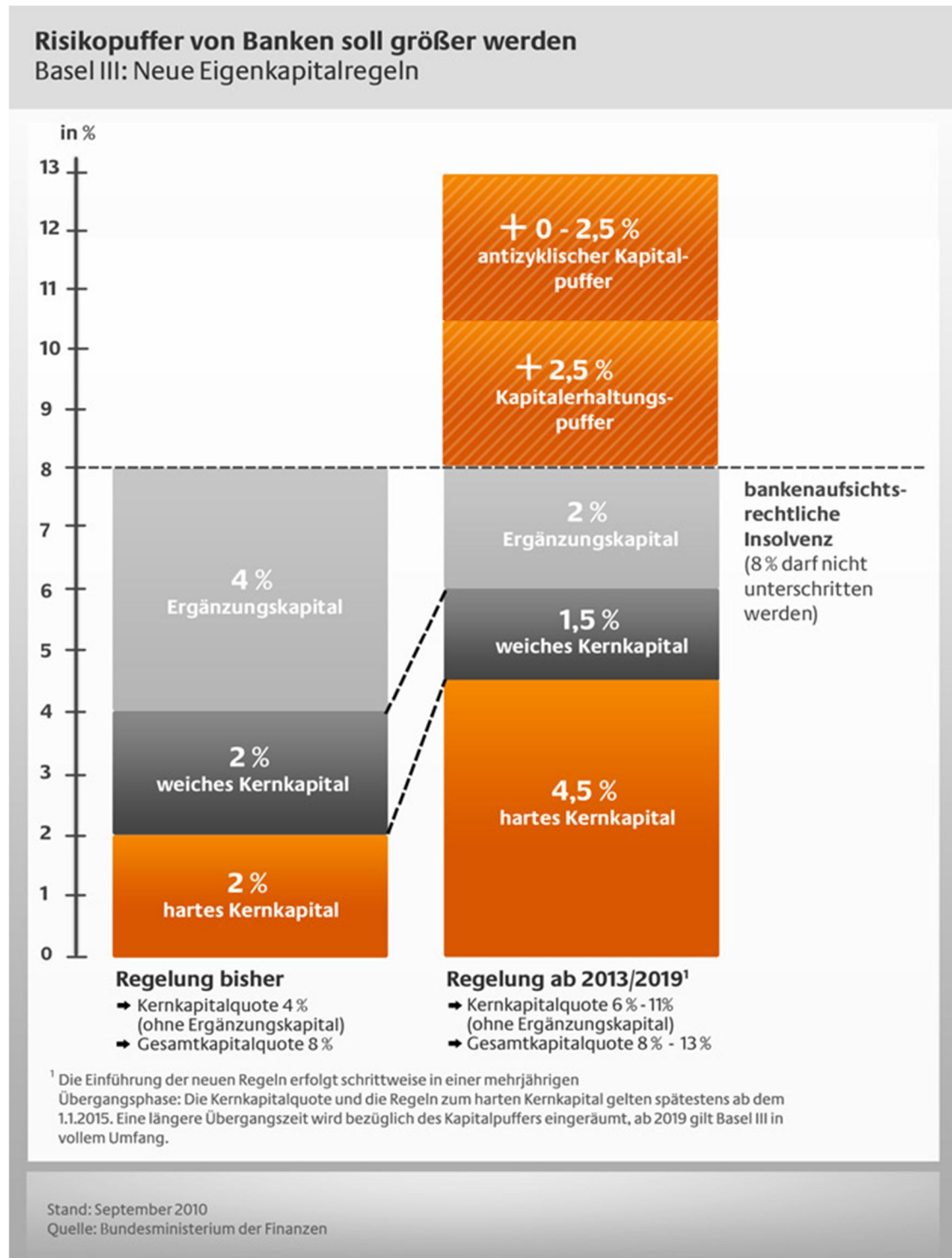


Abbildung 25: Basel III: Neue Eigenkapitalregeln⁴⁷⁸

⁴⁷⁸ Bundesministerium für Finanzen *Infografiken - Spezial: „Finanzmarkt“*: Online im Internet 07.07.2011

Zusammenfassend gilt:

Finanzinstitute müssen zukünftig Kapitalanforderungen in Höhe von insgesamt 13% erfüllen. Die Nichteinhaltung der geforderten Kriterien sollen sich in unmittelbaren Konsequenzen niederschlagen: „Je knapper das Eigenkapital die Mindestanforderungen erfüllt, desto stärkere Einschränkungen“ soll in diesem Zusammenhang greifen, „bis das Eigenkapital wieder aufgestockt ist.“⁴⁷⁹ Wird die Mindesteigenkapitalnorm regelmäßig unterschritten, fordert diese Tatsache zwangsläufig „(...) die Restrukturierung des Institutes (...)“, während sich die Unterschreitung der Puffer in einem Verbot für Gewinn- oder Bonusausschüttungen äußert. Zudem erwarten sowohl die Marktteilnehmer eine gewissenhafte Einhaltung der Eigenkapitalanforderungen und Kapitalpuffer, als auch die Ratingagenturen für gute bis sehr gute Ratings „(...) eine Gesamtkennziffer von mehr als 13% erwarten (...)“.⁴⁸⁰

Risikodeckung

„Neben den verschärften Anforderungen hinsichtlich der Anerkennungsfähigkeit von Eigenkapitalinstrumenten, den überarbeiteten Mindesteigenkapitalquoten und den neuen Liquiditätskennziffern (...)“, wird das neue Regelwerk von Basel III mit veränderten „(...) Regeln zur Eigenmittelunterlegung bestimmter Risikopositionen (...)“ erweitert. Im Fokus der nachfolgenden Ausführungen sollen in diesem Zusammenhang „(...) die Kapitalanforderungen für das *Kontrahentenausfallrisiko* (...)“ stehen, die von den Experten aus Basel „(...) grundlegend modifiziert wurden.“⁴⁸¹

Das *Kontrahentenausfallrisiko* – *counterparty credit risk*, kurz *CCR*, bildete jenes Risiko, „(...) dass der Kontrahent einer Transaktion vor der endgültigen Abwicklung der resultierenden Zahlungsverpflichtungen ausfällt.“ Bei einem Darlehen beispielsweise trägt lediglich der Gläubiger das Verlustrisiko; im Gegensatz dazu „(...) besteht beim *CCR* ein zweiseitiges Verlustrisiko, da der Marktwert der entsprechenden Transaktionen, der im Zeitablauf entsprechend der Entwicklung der zu Grunde liegenden Marktfaktoren schwanken und dadurch für den einen wie den anderen Kontrahenten während der Vertragslaufzeit positiv oder negativ sein kann.“⁴⁸² Ferner könnte es also passieren,

⁴⁷⁹ Vgl. Maier, S. 2011 in: Risiko-Manager S. 8-11

⁴⁸⁰ Vgl. Lüders, U./Manns, T./Schnall, M. 2011, in: Risiko-Manager, S. 8-21

⁴⁸¹ Vgl. Banh, M./ Cluse, M./Schwake, D. 2011, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S. 499-502

⁴⁸² Vgl. Banh, M./ Cluse, M./Schwake, D. 2011, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S. 499-502

„(...) dass der jeweilige Kontrahent der Transaktionen vor der endgültigen Abwicklung der resultierenden Zahlungsverpflichtungen (...)“ ausfällt.⁴⁸³

Zu den „wesentlichen Bestimmungsgrößen der risikogewichteten Aktiva (...)“ gehört der sogenannte *Forderungswert bei Ausfall – exposure at de fault* kurz *EAD*, der für Geschäfte, die über das klassische Kreditgeschäft hinausgehen, „(...) ermittelt oder mittels eines Modells berechnet werden.“ Dabei sind Marktkriterien zu berücksichtigen und ein Aufschlag „*Add on*“ zu verwenden. Verwendet das Finanzinstitut die sogenannte *Interner-Modelle-Methode (IMM)*, „(...) wird der *EAD* in der Regel über den erwarteten *Wiederbeschaffungswert bei Ausfall – expected positive exposure*, kurz *EPE* modelliert.“ Auf Grundlage des neuen Regulierungsrahmens von Basel III, soll neben einem effektiven *EPE*⁴⁸⁴ ein sogenanntes *Stress-EPE* ermittelt werden. Dies entsteht künftig mithilfe „(...) einer dreijährigen Datenhistorie, die mindestens eine einjährige Stressperiode beinhalten soll (...).“ Nach der Ermittlung des *Stress-EPE*, wird es „(...) als *EAD* das größere der beiden *EPEs* als Grundlage zur Ermittlung der Unterlegungserfordernisse verwendet werden.“ Infolgedessen kann „(...) mit einem tendenziellen Anstieg des *EPE* und damit auch des *EAD* und der risikogewichteten Aktiva insgesamt (...)“ gerechnet werden.⁴⁸⁵

„Eine weitere Erhöhung der Risikoaktiva ist aufgrund der diversen, den Kontrahentenrisiken stärker Rechnung tragenden Neuerungen (...)“ in Bezug auf *over the counter-Derivate* kurz *OTC-Derivate* zu erwarten. Dadurch „(...) kommen die Anforderungen zur Identifizierung von speziellen Korrelationsrisiken (...)“, sogenannte *specific wrong-way risks*, bei *OTC-Derivaten*, „(...) Pensionsgeschäfte und Wertpapiertransaktionen (...)“, sowie „(...) die darauf basierende Verpflichtung zur Unterlegung mit mehr Eigenkapital hinzu.“ Während allgemeine Korrelationsrisiken, die „(...) in Abhängigkeiten zwischen der *Ausfallwahrscheinlichkeit des Kontrahenten* (...)“ *probability of default* kurz *PD*, „(...) mit allgemeinen Marktrisiken begründet sind (...)“, müssen die Institute dafür sorgen das zumindest die speziellen Korrelationsrisiken⁴⁸⁶ „(...) mit zusätzlichem Eigenkapital unterlegt werden.“ Zukünftig wird es darüber hinaus „(...) eine

⁴⁸³ Vgl. Maier, S. 2011 in: Risiko-Manager, S.8-11

⁴⁸⁴ Effektives *EPE*: ein über die Zeit ermittelten gewogenen Durchschnitt der erwarteten effektiven Wiederbeschaffungswerte.

⁴⁸⁵ Vgl. Maier, S. 2011 in: Risiko-Manager, S.8-11

⁴⁸⁶ Spezielle Korrelationsrisiken: wechselseitige Einflüsse von Wiederbeschaffungswert und *PD* der Kontrahenten aufgrund von Abhängigkeiten zum Emittenten und zur Art der Geschäfte.

explizite Eigenkapitalanforderung für Bonitätsverschlechterungen von OTC-Derivate-Kontrahenten (...)“ *credit value adjustment* kurz *CVA*, geben. In diesen Zusammenhang müssen diejenigen Institute, die „(...) die Interne-Modelle-Methode verwenden und hierbei den EPE selbst modellieren (...)“, eine *advanced CVA charge* für die bereits benannten OTC-Derivate ermitteln. Für die übrigen Institute genügt die Bestimmung einer *standardised CVA charge*, die unter anderem „(...) auf den aktuellen EAD und externen Ratings basiert.“⁴⁸⁷

„Von Banken mit einem aufsichtlich abgenommenen bankinternen Modell für Marktpreisrisiken (IMM-Banken) (...)“ wird „(...) zur Bestimmung des besonderen Kursrisikos von Anleihen (...)“ erwartet, dass sie die sogenannte *Bond-Äquivalenz-Methode* anwenden. Alle übrigen Banken, die „(...) die deutliche Mehrheit der deutschen Kreditinstitute (...)“ bilden, müssen auf die *Standardmethode* zurückgreifen.⁴⁸⁸

Im Folgenden sollen beide Methoden kurz vorgestellt werden:

Standardmethode

„Die CVA-Kapitalanforderungen eines Derivateportfolios (...)“ werden im Standardansatz über eine Formel berechnet, wobei zunächst „(...) verschiedene Parameter ermittelt werden müssen (...).“⁴⁸⁹

$$K = 2,33 \cdot \sqrt{h} \cdot \sqrt{\left(\sum_i 0,5 \cdot w_i \cdot (M_i \cdot EAD_i^{total} - M_i^{hedg} \cdot B_i) - \sum_{ind} W_{ind} \cdot M_{ind} \cdot B_{ind} \right)^2 + \sum_i 0,75 \cdot w_i^2 (M_i \cdot EAD_i^{total} - M_i^{hedg} \cdot B_i)^2}$$

Dabei gilt:

h ist der einjährige Risikohorizont (in Jahren); $h = 1$ ⁴⁹¹

w_i ist das Risikogewicht des Kontrahenten i , wobei das zutreffende Risikogewicht anhand einer aufsichtsrechtlichen Skala zuzuordnen ist.⁴⁹²

⁴⁸⁷ Vgl. Maier, S. 2011 in: Risiko-Manager, S. 8-11

⁴⁸⁸ Vgl. Banh, M./ Cluse, M./Schwake, D. 2011, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen S.499-502

⁴⁸⁹ Vgl. Banh, M./ Cluse, M./Schwake, D. 2011, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen S.499-502

⁴⁹⁰ Banh, M./ Cluse, M./Schwake, D. 2011, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S.499-502 sowie Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 39

⁴⁹¹ Banh, M./ Cluse, M./Schwake, D. 2011, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S.499-502 sowie Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 39

⁴⁹² Banh, M./ Cluse, M./Schwake, D. 2011, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S.499-502 sowie Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 39

Rating	Gewichtung w_i
AAA	0,7%
AA	0,7%
A	0,8%
BBB	1,0%
BB	2,0%
B	3,0%
CCC	10,0%

Die Gewichtungen der nebenstehenden Tabelle für den Kontrahent i , basiert auf dem externen Rating des Kontrahenten.

Abbildung 26: Kontrahentenausfallrisiko⁴⁹³

M_i ist die effektive Laufzeit der Transaktion mit dem Kontrahenten i . Wenn mit einem Kontrahenten mehrere Transaktionen abgeschlossen wurden, ist die mit dem Nominalwert gewichtete effektive Laufzeit zu verwenden.⁴⁹⁴

EAD_i^{total} ist der ausstehende Forderungsbetrag bei Ausfall des Kontrahenten i . Falls aufsichtsrechtliches Netting zugelassen und angewendet wird, können die Forderungen und Verbindlichkeiten aus OTC-Derivatgeschäften mit einem Kontrahenten saldiert werden. Der ausstehende Forderungsbetrag ist mit dem Faktor $(1 - \exp(-0,05 * M_i)) / (0,05 * M_i)$ zu diskontieren.⁴⁹⁵

B_i ist der Nominalwert eines gekauften *Single Name CDS*⁴⁹⁶ zur Absicherung des CVA-Risikos des Kontrahenten i . Auch hier wird der Nominalwert analog um den Faktor $(1 - \exp(-0,05 * M_i^{hedge})) / (0,05 * M_i^{hedge})$ abgezinst.⁴⁹⁷

⁴⁹³ Banh, M./ Cluse, M./Schwake, D. 2011, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S.499-502 sowie Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 40

⁴⁹⁴ Banh, M./ Cluse, M./Schwake, D. 2011, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S.499-502 sowie Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 39

⁴⁹⁵ Banh, M./ Cluse, M./Schwake, D. 2011, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S.499-502 sowie Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 39

⁴⁹⁶ Single Name CDS ist ein Kontrahent in einem Index CDS enthalten, das zum Hedging genutzt wird, kann der auf den Kontrahenten entfallende Betrag vom Nominalbetrag des Index CDS abgezogen und separat als Single Name CDS behandelt werden. Für die effektive Laufzeit des fiktiven Single Name CDS wird dabei auf die Laufzeit des Index CDS abgestellt.

⁴⁹⁷ Banh, M./ Cluse, M./Schwake, D. 2011, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S.499-502 sowie Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 39

B_{ind} ist der gegebenenfalls aufsummierte Nominalbetrag von einem oder mehreren Index CDS, die ein Institut zur Absicherung gegen CVA-Risiken einsetzt. Der Nominalwert soll hier ebenfalls mit dem Faktor $(1 - \exp(-0,05 \cdot M_{ind})) / (0,05 \cdot M_{ind})$ diskontiert werden.⁴⁹⁸

w_{ind} ist das Risikogewicht des Index-Absicherungsgeschäfts. Dieses muss auf Basis des durchschnittlichen Spreads des Index *ind* bestimmt werden.⁴⁹⁹

M_i^{hedge} ist die Laufzeit des Absicherungsgeschäfts mit dem Nominalwert B_i . Beim Vorliegen von mehr als einer $(M_i^{hedge} \cdot B_i)$ -Position müssen diese aufsummiert werden.⁵⁰⁰

M_{ind} ist die Laufzeit des Index-Absicherungsgeschäfts *ind*. Wenn mehr als ein Index CDS abgeschlossen wurden, ist die Laufzeit mit den Nominalwerten zu gewichten.⁵⁰¹

Bond-Äquivalenz-Methode

Bei der *Bond-Äquivalenz-Methode* ist zunächst „(...) der CVA-Betrag anhand des Credit-Spread-Risikos einer synthetischen coupontragenden Bondpositionen, die die Grundeigenschaften des Derivats bzw. des Derivateportfolio (Laufzeit, Nominalbetrag) aufzeigt, abzubilden.“⁵⁰²

Die Standardmethode beruht auf einer einheitlichen Formel, mit deren Hilfe „(...) die Kapitalanforderungen für CVA-Risiken unmittelbar bemessen werden (...).“ Im Gegensatz dazu kommt es im Rahmen der *Bond-Äquivalenz-Methode* zur Anwendung des sogenannten *VaR-Modells*⁵⁰³ „(...) für die zu ermittelnden CVA-Positionen.“ In diesem Zusammenhang müssen zunächst die „(...) CVA-Werte mittels einer vorgeschriebenen Formel über Anleihenäquivalente (...)“ ermittelt werden.⁵⁰⁴

⁴⁹⁸ Banh, M./ Cluse, M./Schwake, D. 2011, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S.499-502 sowie Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 39

⁴⁹⁹ Banh, M./ Cluse, M./Schwake, D. 2011, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S.499-502 sowie Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 39

⁵⁰⁰ Banh, M./ Cluse, M./Schwake, D. 2011, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S.499-502 sowie Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 39

⁵⁰¹ Banh, M./ Cluse, M./Schwake, D. 2011, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S.499-502 sowie Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 39

⁵⁰² Banh, M./ Cluse, M./Schwake, D. 2011, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S.499-502

⁵⁰³ Der Begriff „VaR-Modell“ bezieht sich auf den auf internen Modellen basierenden Ansatz für Marktrisiken.

⁵⁰⁴ Banh, M./ Cluse, M./Schwake, D. 2011, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S.499-502

$$CVA = (LGD_{MKT}) \sum_{i=1}^T \max \left[0; \exp \left(-\frac{s_{i-1} \cdot t_{i-1}}{LGD_{MKT}} \right) - \exp \left(-\frac{s_i \cdot t_i}{LGD_{MKT}} \right) \right] \cdot \left(\frac{EE_{i-1} \cdot D_{i-1} + EE_i \cdot D_i}{2} \right)^{505}$$

Dabei ist:

t_i die Zeit des i-ten Neubewertungszeitraums ab $t_0=0$.⁵⁰⁶

t_T die längste vertragliche Laufzeit bei allen Netting-Sets mit dem Kontrahenten.⁵⁰⁷

s_i der zur CVA-Berechnung für den Kontrahenten herangezogene Kreditspread des Kontrahenten für Laufzeit t_i . Wenn für den Kontrahenten ein CDS-Spread verfügbar ist, ist stets dieser zu verwenden. Ist kein CDS-Spread verfügbar, muss die Bank einen für Rating, Branche und Region des Kontrahenten angemessenen Näherungswert verwenden.⁵⁰⁸

LGD_{MKT} der Verlust bei Ausfall des Kontrahenten; dieser sollte auf dem Spread eines am Markt gehandelten Instruments des Kontrahenten beruhen (oder, wenn für den Kontrahenten kein Instrument verfügbar ist, auf einem für Rating, Branche und Region des Kontrahenten angemessenen Näherungswert). Dieser LGD_{MKT} -Wert (als Eingangsparameter für die Berechnung der CVA-Risikokapitalanforderung) unterscheidet sich vom LGD-Wert, der für den IRB-Ansatz sowie zur Ermittlung der Kontrahentenrisikokapitalanforderung verwendet wird, denn LGD_{MKT} basiert nicht auf einer internen Schätzung, sondern auf einer Marktbetrachtung.⁵⁰⁹

Der erste Faktor der Summe ist ein Näherungswert für die vom Markt implizierte Grenzwahrscheinlichkeit für den Eintritt des Ausfalls zwischen t_{i-1} und t_i . Die vom Markt implizierte Ausfallwahrscheinlichkeit (auch als risikoneutrale Wahrscheinlichkeit bezeichnet) entspricht dem Marktpreis für die Absicherung gegen einen Ausfall, der sich meist von der tatsächlichen Ausfallwahrscheinlichkeit unterscheidet.⁵¹⁰

⁵⁰⁵ Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 35

⁵⁰⁶ Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 35

⁵⁰⁷ Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 35

⁵⁰⁸ Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 35

⁵⁰⁹ Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 35f.

⁵¹⁰ Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 36

EE_i ist der erwartete Forderungsbetrag gegenüber dem Kontrahenten zum Neubewertungszeitpunkt t_i .⁵¹¹

D_i der ausfallrisikofreie Diskontierungsfaktor zum Zeitpunkt t_i , wobei $D_0 = 1$.⁵¹²

Das Konsultationspapier vom Dezember 2009 der *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich* sah vor, „(...) dass die CVA-Werte als hypothetische Nullkuponanleihen modelliert werden“, wobei das entsprechende „(...) Gesamt-EAD auf Kontrahentenebene (...)“ „(...) den Nominalwert dieser Anleihen (...)“ darstellt. Um die Restlaufzeit der Anleihen ermitteln zu können, „(...) sollte mittels der längsten effektiven Restlaufzeit aller Netting-Vereinbarungen mit dem Kontrahenten approximiert werden.“ Auf Grundlage des *Internen Modells für Marktpreisrisiken* und den ermittelten CVA-Beträgen, sollte anschließend der *Value at Risk (VaR)* „(...) mit einem Konfidenzniveau von 99 % und einer Haltedauer von einem Jahr berechnet werden.“⁵¹³

Doch übten Riccardo Rebonato, Mike Sherring und Ronnie Barnes im *Risk Magazin* starke Kritik an benannter Methode. Im Fokus der Untersuchungen stand, „(...) dass die Methode vor allem keine adäquate Berücksichtigung der Sensitivität zu Credit-Spread-Änderungen (...)“ ermöglichte.⁵¹⁴ Darüber hinaus hätte „die Nichtberücksichtigung von Hedging-Beziehungen (...)“ diejenigen Banken bestraft, die mit Absicherungsstrategien arbeiteten. Infolge dieser heftigen Kritik von außen, revidierte der Basler Ausschuss diese Methode und veröffentlichte im Dezember 2010 eine neue überarbeitete Variante.⁵¹⁵

Die *Bond-Äquivalenz-Methode* ist von einer steigenden Komplexität geprägt, weshalb ihrer Anwendung „(...) lediglich für IMM-Banken verpflichtend“ ist. „Die Ermittlung der CVA-Positionen erfolgte nunmehr auf dem EAD-Profil im Zeitablauf“; CVA-Positionen werden nicht mehr in Form von Nullkuponanleihen modelliert, sondern „(...) als gegenüber Credit-Spread-Änderungen sensitive Kuponanleihen (...)“. Wie bei der Standardmethode werden „(...) nun auch im Bond-Äquivalenz-Ansatz (...)“ beste-

⁵¹¹ Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 36

⁵¹² Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 36

⁵¹³ Vgl. Banh, M./ Cluse, M./Schwake, D. 2011, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S.499-502

⁵¹⁴ Vgl. Banh, M./ Cluse, M./Schwake, D. 2011, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S.499-502 sowie Rebonato, R./Sherring, M./ Barnes, R. 2010, in: Risk Magazine, S.118-121

⁵¹⁵ Vgl. Banh, M./ Cluse, M./Schwake, D. 2011, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S.499-502

hende CDS-Hedges als risikomindernd anerkannt. Wie bereits im Verlauf der Ausführungen erwähnt, müssen die CVA-Werte „(...) zunächst über eine aufsichtlich vorgegebene Formel (...)“ ermittelt werden. Die sich ergebenden CVA-Werte „(...) dienen als Input-Parameter für das interne Marktpreisrisikomodell (...)“, auf Grundlage dessen der *Value at Risk (VaR)* „(...) und somit die Kapitalanforderungen ermittelt werden soll.“ In diesem Zusammenhang müssen „(...) die zusätzlichen Kapitalanforderungen für Stressszenarien (...)“ beachtet werden. Möchte man den „nicht gestressten“ VaR ermitteln, sind „(...) aktuelle Parameter für die Kalibrierung des EAD zu verwenden.“ Im Gegensatz dazu beruht die Ermittlung dieser Parameter bei einem Stress-VaR „(...) auf Basis des extremsten Einjahres-Zeithorizonts im betrachteten Dreijahres-Zeitraum (...)“. ⁵¹⁶

In der Finanzmarktkrise seit 2007 traten „(...) außergewöhnlich hohe Verluste aufgrund von Problemen bei der Abwicklung von Positionen (...)“ auf. Aufgrund dessen soll bei OTC-Derivaten der *Nachschussrisikozeitraum – margin period* „(...) unter bestimmten Voraussetzungen erhöht (...)“ werden. Dadurch soll „(...) im Rahmen der Ausgleichszahlungen auf der Basis der Marktbewertung (...)“ das *zukünftige Ausfallrisiko – potential future exposure* begrenzt werden. ⁵¹⁷

Um das Kontrahentenrisiko noch weiter zu verringern, wird ein „(...) Anreiz zur Nutzung von schon heute als risikomindernde Faktoren angesehenen (...)“ *Zentralen Kontrahenten – Central Counter Parties*, kurz *CCPs* geschaffen. Die Nutzung zentraler Clearingstellen entfalten „(...) im Gegensatz zu den steigenden Kapitalanforderungen für OTC-Geschäfte weiterhin Privilegierungswirkung bei der Risikoanrechnung (...)“. In diesem Zusammenhang wird verstärkt darauf geachtet, „(...) dass auch aufsichtsrechtlich akzeptierte CCPs nicht frei von Risiko sind (...)“. „(...) Zu Marktpreisen bewertete Engagements der Banken gegenüber zentralen Gegenparteien sowie bei diesen hinterlegte Sicherheiten sollen daher eine moderate Risikogewichtung in Höhe von 1 bis 3 % erhalten.“ ⁵¹⁸

⁵¹⁶ Vgl. Banh, M./ Cluse, M./Schwake, D. 2011, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S.499-502

⁵¹⁷ Vgl. Maier, S. 2011 in: Risiko-Manager, S. 8-11

⁵¹⁸ Vgl. Maier, S. 2011 in: Risiko-Manager, S. 8-11

Leverage Ratio – Höchstverschuldungsquote

Ein zentrales Problem der Finanzkrise seit 2007 äußerte sich dahingehend, „(...) dass die Banken unter anderem durch außerbilanzielle Geschäfte den regulatorischen Eigenkapitalanforderungen ausweichen konnten.“⁵¹⁹ Zum damaligen Zeitpunkt verdrängte man allerdings die Tatsache, dass dieser „(...) außerbilanziell aufgebaute Verschuldungsgrad erhebliche Risiken beinhaltet.“ Da in wirtschaftlichen Boomphasen die Kreditvergabe exzessiv ausgeweitet wurde, kam im Zusammenhang mit „(...) übermäßigem Einsatz von Fremdkapital und dem entsprechend geringem Einsatz von Eigenkapital (...)“ der sogenannte *Hebel-Effekt* bzw. *Hebelwirkung* auch *Leverage* zum Tragen. Dieser Hebel-Effekt bewirkte zunächst „(...) eine vergleichsweise höhere Eigenkapitalrendite (...)“, in Abhängigkeit der sinkenden Marktwerte strukturierter Produkte, allerdings mussten viele Finanzinstitute in der Folge hohe Verluste verbuchen. Eine Kettenreaktion bewirkte weitere Verluste, „(...) da zur Einhaltung der Eigenkapitalquote Risikoaktiva unter Wert verkauft werden mussten, da sich der Preisdruck auf dem Markt aufgrund des nun entstandenen Überangebots deutlich erhöhte.“⁵²⁰ Mit der Einführung einer „(...) neuen, institutsübergreifend verbindlichen Höchstverschuldungskennziffer (...)“⁵²¹ *Leverage Ratio*, soll eine unkontrolliert wachsende Verschuldung einzelner Institute sowie des ganzen Bankensektors vermieden werden.⁵²²

Leverage Ratio wird definiert als Verhältnis zwischen dem „(...) neu definierten Kernkapital (...)“ zur „(...) Summe der Geschäftspositionen (...)“.⁵²³

$$LR = \frac{\emptyset \text{ Kernkapital}_{\text{adjustiert}}}{\emptyset (\sum \text{Bilanzaktiva}_{\text{adjustiert}} + \sum \text{Außerbilanzielle Positionen}_{\text{adjustiert}})} \quad 524$$

Im Gegensatz zu den Neuerungen bezüglich der Eigenkapitalquote, sollen bei der Berechnung des *Leverage Ratio* „(...) keine Risikogewichtung oder Risikominderungs-techniken angewandt werden, damit mögliche Risikofehleinschätzungen von vornherein

⁵¹⁹ Vgl. Lüders, U./Manns, T./Schnall, M. 2011, in: Risiko-Manager, S. 8-21 sowie Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010a, S. 68

⁵²⁰ Vgl. Maier, S. 2011 in: Risiko-Manager, S. 8-11

⁵²¹ Vgl. Maier, S. 2011 in: Risiko-Manager, S. 8-11

⁵²² Vgl. Lüders, U./Manns, T./Schnall, M. 2011, in: Risiko-Manager, S. 8-21

⁵²³ Vgl. Lüders, U./Manns, T./Schnall, M. 2011, in: Risiko-Manager, S. 8-21

⁵²⁴ Vgl. Lüders, U./Manns, T./Schnall, M. 2011, in: Risiko-Manager, S. 8-21

ausgeschlossen werden können.“⁵²⁵ In diesem Zusammenhang erfolgt die Berechnung „(...) auf Basis der für Rechnungslegungszwecke bilanzierten Exposures.“ Bewegen wir uns in traditionellen Bilanzaktiva „(...) bedeutet das einen Ansatz grundsätzlich nach Wertberichtigung und sonstigen Wertminderungen“ wie beispielsweise *Credit Valuation Adjustments*. Außerdem finden „Netting oder finanzielle bzw. physische Sicherheiten (...)“ keine Berücksichtigung. Da sich außerbilanzielle Geschäfte auf einem sehr hohen Risikoniveau bewegen, „(...) erfolgt künftig eine sehr konservative Anrechnung (...)“ dieser außerbilanziellen Geschäfte „(...) mit einem Konversionsfaktor von 100 % (...)“. In diesem Zusammenhang kann „(...) das Risiko der Inanspruchnahme in der Leverage Ratio vollständig abgebildet (...)“ werden. Dahingehend stellen „(...) die jederzeit bedingungslos kündbaren Linien (...)“ eine Ausnahme dar, „(...) auf welche ein Konversionsfaktor in Höhe von 10 % angewendet werden darf.“ Wenn wir uns im Derivate- und Wertpapiergeschäft bewegen, sind einige Besonderheiten zu beachten. Derivate sind auf Grundlage der sogenannten *Marktbewertungsmethode* sowie „(...) unter Berücksichtigung des aufsichtlichen Nettings⁵²⁶ in die Berechnung einzubeziehen.“ Selbiges gilt unter anderem auch „(...) für verkaufte Kreditderivate (...)“, wobei der Basler Ausschuss, „(...) vermutlich aufgrund der Lobbyarbeit der großen Investmentbanken (...)“ von seinen ursprünglichen Überlegungen abgerückt ist, „(...) diese aufgrund ihres Garantiecharakters in Höhe des Nominalwertes zu berücksichtigen.“ Der Wertansatz im Bereich der Wertpapierpension- bzw. -leihegeschäfte erfolgt gemäß Bilanzansatz, wobei sich auch hier die Möglichkeit ergibt, die aufsichtsrechtlichen Nettingregeln⁵²⁷ anzuwenden. Aufsichtsrechtliche Kapitalabzugsposten können in diesem Zusammenhang „(...) nicht zu der Verschuldung eines Institutes beitragen (...)“, und bleiben aus diesem Grund „(...) bei der Ermittlung der Leverage Ratio grundsätzlich unberücksichtigt (...)“; folglich kommt es zur einer „(...) entsprechenden Kürzung der Bilanzaktiva.“⁵²⁸

Die Leverage Ratio wird im *Gesetz über das Kreditwesen KWG* „(...) als modifizierte bilanzielle Eigenkapitalquote umgesetzt (...)“, und stellt somit die Ergänzung zur optimierten Eigenkapitalquote dar. Damit eine „(...) grenzüberschreitend einheitliche Berechnung der Kennziffer (...)“ gewährleistet werden kann, wird der mittelfristige Zeit-

⁵²⁵ Vgl. Maier, S. 2011 in: Risiko-Manager, S.8-11

⁵²⁶ Das Cross Product Netting findet keine Berücksichtigung.

⁵²⁷ Das Cross Product Netting findet keine Berücksichtigung.

⁵²⁸ Vgl. Lüders, U./Manns, T./Schnall, M. 2011, in: Risiko-Manager, S. 8-21

horizont „(...) eine internationale Harmonisierung der Rechnungslegungsgrundlagen(...)“ zeigen.⁵²⁹

Seit dem 1. Januar 2011 wird die Leverage Ratio „(...) zunächst als Beobachtungskennziffer etabliert (...).“ Es schließt sich eine Beobachtungsphase an, die sich in einem Fünfjahreshorizont von 2013 bis 2017 bewegen wird. In diesem Rahmen sind ab dem 1. Januar 2015 „(...) sowohl die Kennziffer selbst als auch die ihr zu Grunde liegenden Komponenten (...)“ zwingend offenzulegen. „Bevor die Leverage Ratio zum 1. Januar 2018 (...)“ mit einer Zielquote in Höhe von 3 % vollständig etabliert wird, „(...) erfolgt im ersten Halbjahr 2007 eine gegebenenfalls notwendige Rekalibrierung der Berechnungsmethodik.“ Darüber hinaus wird seitens des Basler Ausschusses „(...) eine internationale Harmonisierung der Berechnung zugrunde liegenden Geschäftspositionen angestrebt (...)“, um dadurch eine „(...) Vergleichbarkeit des Leverage Ratios über die verschiedenen Rechtssysteme hinweg zu gewährleisten (...).“⁵³⁰

Die eingangs vorgestellte Formel zur Berechnung des Leverage Ratio erweitert sich nun um die Zielquote von 3 %:

$$LR = \frac{\emptyset \text{ Kernkapital}_{\text{adjustiert}}}{\emptyset (\sum \text{Bilanzaktiva}_{\text{adjustiert}} + \sum \text{Außerbilanzielle Positionen}_{\text{adjustiert}})} \geq 3\%^{531}$$

Mithilfe der *Höchstverschuldungsquote – Leverage Ratio* sollen sich für die aufsichtlichen Behörden „(...) neben der Deckelung der Gesamtverschuldung (...)“ zusätzliche Möglichkeiten eröffnen. Dazu zählen beispielsweise die Schaffung einer hohen „(...) Transparenz hinsichtlich des Verschuldungsgrad der Kreditinstitute (...)“ sowie eine bessere Beobachtung hoch verschuldeter Banken. Man möchte in diesem Zusammenhang „(...) etwaige Fehlallokationen rechtzeitig (...)“ entdecken, und „(...) durch geeignete Sanktionen, Krisensituationen von vorn herein (...)“ verhindern. Darüber hinaus soll mit dem Leverage Ratio „(...) eine normative Größe etabliert werden, die ein geringes Modellrisiko beinhaltet.“⁵³²

⁵²⁹ Vgl. Maier, S. 2011 in: Risiko-Manager, S. 8-11

⁵³⁰ Vgl. Lüders, U./Manns, T./Schnall, M. 2011, in: Risiko-Manager, S. 8-21

⁵³¹ Lüders, U./Manns, T./Schnall, M. 2011, in: Risiko-Manager, S. 8-21

⁵³² Vgl. Maier, S. 2011 in: Risiko-Manager, S. 8-11

B. Einführung eines globalen Liquiditätsstandards

Als Teil des Gesamtpaketes *Basel III* veröffentlichte der Basler Ausschuss im Dezember 2010 die *Internationale Rahmenvereinbarung über Messung, Standards und Überwachung in Bezug auf das Liquiditätsrisiko*. Neben den neu definierten Eigenkapitalregeln ist nach Auffassung der Experten aus Basel „die Sicherstellung der jederzeitigen Verfügbarkeit von Liquidität (...)“ von ebenso großer Bedeutung.⁵³³ Die internationale Finanzkrise führte uns schmerzlich vor Augen, „(...) dass nicht die Insolvenz der Institute, sondern der erheblich früher greifende Mangel an Liquidität die Situation auf den Finanzmärkten derart verschärft hat, dass es zur Finanzkrise gekommen ist.“ In diesem Zusammenhang spielte die praktizierte *Liquiditätsfristentransformation* eine zentrale Rolle. Diese machte es möglich, „(...) dass langfristig gebundene Exposures durch kurzfristige refinanziert (...)“ werden konnten. Darüber hinaus entstanden in wirtschaftlichen Abschwungphasen Liquiditätsengpässe, die in Verbindung mit einem zunehmenden gegenseitigen Misstrauen der Finanzmarktakteure einher gingen, und dazu führte, dass die Finanzinstitute „(...) in der Folge nicht mehr über genügend liquide Mittel verfügten.“⁵³⁴

Um derartigen Liquiditätsengpässen in Zukunft entgegenzuwirken, etabliert der Basler Ausschuss neue internationale Liquiditätsstandards, „(...) mit dem Ziel, die Widerstandsfähigkeit der Institute und des Finanzsektors im Ganzen in Liquiditätskrisen zu stärken.“⁵³⁵ In diesem Zusammenhang führt der Basler Ausschuss „(...) zwei verbindliche permanent einzuhaltende Liquiditätskennzahlen (...)“ ein, die sogenannte *Mindestliquiditätsquote* – *Liquidity Coverage Ratio*, kurz *LCR* und die sogenannte *Strukturelle Liquiditätsquote* – *Net Stable Funding Ratio*, kurz *NSFR*.⁵³⁶ Diese Kennziffern unterliegen einer monatlichen Berechnungs- und Meldepflicht, wobei die nationalen Aufsichtsbehörden die Befugnis dazu haben, „(...) diese Frequenz in Stresssituationen auf bis zu einen Tag abzusenken.“ Außerdem sehen die Regelungen der Basler Experten „(...) die Berechnung der Kennziffer auf Ebene der aufsichtsrechtlichen Gruppe vor, wobei gruppeninterne Transaktionen nicht zu berücksichtigen sind.“⁵³⁷

⁵³³ Vgl. Lüders, U./Manns, T./Schnall, M. 2011, in: Risiko-Manager, S. 8-21

⁵³⁴ Vgl. Maier, S. 2011 in: Risiko-Manager, S.8-11

⁵³⁵ Vgl. Lüders, U./Manns, T./Schnall, M. 2011, in: Risiko-Manager, S. 8-21

⁵³⁶ Vgl. Maier, S. 2011 in: Risiko-Manager, S. 8-11

⁵³⁷ Vgl. Lüders, U./Manns, T./Schnall, M. 2011, in: Risiko-Manager, S. 8-21

Mindestliquiditätsquote – Liquidity Coverage Ratio, kurz LCR

Mit dem Standard der Mindestliquiditätsquote will der Basler Ausschuss die Finanzinstitute dazu anhalten, „(...) einen angemessenen Bestand an lastenfreien erstklassigen liquiden Aktiva (...)“⁵³⁸ zu halten, um diese in Barmitteln umwandeln zu können, damit die „(...) Zahlungsfähigkeit eines Institutes über einen Betrachtungshorizont von 30 Tagen unter Berücksichtigung eines akuten Stressszenarios (...)“ sichergestellt werden kann. Ist das Institut also im Stande, “ (...) innerhalb einer dreißigtägigen Stressperiode (...)“, „(...) die zu erwartenden Mittelabflüsse durch vorhandene, leicht liquidierbare Aktiva zu decken.“⁵³⁹ Bis dahin sollte es der Geschäftsleitung und/oder der finanzwirtschaftlichen Aufsicht gelungen sein, angemessene Abhilfemaßnahmen ergriffen zu haben, und/oder das Finanzinstitut geordnet zu liquidieren.⁵⁴⁰

Zum angenommenen Szenario zählen „(...) sowohl institutsspezifische wie auch marktweite Stressfaktoren (...)“, die „(...) zu hohen Abflüssen, niedrigen Zuflüssen und niedrigen Marktwerten der Liquiditätsreserve führen.“ Darüber hinaus werden dem Institut zahlreiche negativer Einflüsse unterstellt, wie beispielsweise:⁵⁴¹

- Herabstufung um drei Ratingstufen⁵⁴²
- Verlust seiner Einlagen⁵⁴³
- trotzdem uneingeschränkte Verlängerung von Krediten⁵⁴⁴
- keine Aufnahme von Mitteln am unbesicherten Interbankenmarkt⁵⁴⁵
- Aufnahme von Mitteln „(...) am besicherten Interbankenmarkt nur gegen hochwertige Sicherheiten (...)“⁵⁴⁶
- zusätzliche Sicherheiten für derivative Positionen⁵⁴⁷
- „(...) eine Vielzahl von Sonderzahlungen aus vertraglichen und nichtvertraglichen Positionen wie Kreditlinien, ABS, SIVs und Liquiditätslinien (...)“⁵⁴⁸

⁵³⁸ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010b, S.4

⁵³⁹ Vgl. Lüders, U./Manns, T./Schnall, M. 2011, in: Risiko-Manager, S. 8-21

⁵⁴⁰ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010b, S.4

⁵⁴¹ Vgl. Heidorn, T./Schmaltz, C./Schröter, D. 2011, in Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S.397

⁵⁴² Vgl. Heidorn, T./Schmaltz, C./Schröter, D. 2011, in Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S.397

⁵⁴³ Vgl. Heidorn, T./Schmaltz, C./Schröter, D. 2011, in Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S.397

⁵⁴⁴ Vgl. Heidorn, T./Schmaltz, C./Schröter, D. 2011, in Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S.397

⁵⁴⁵ Vgl. Heidorn, T./Schmaltz, C./Schröter, D. 2011, in Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S.397

⁵⁴⁶ Vgl. Heidorn, T./Schmaltz, C./Schröter, D. 2011, in Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S.397

⁵⁴⁷ Vgl. Heidorn, T./Schmaltz, C./Schröter, D. 2011, in Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S.397

⁵⁴⁸ Vgl. Heidorn, T./Schmaltz, C./Schröter, D. 2011, in Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S.397

Kurz gesagt umfasst das vorgegebene Stressszenario „(...) viele der Schocks, die in der 2007 einsetzenden Krise verzeichnet wurden (...).“ Dieses künstlich erhobene Stressszenario, spiegelt ein Krisen wider, „(...) in dem eine Bank über ausreichend Liquidität verfügen müsste, um bis zu 30 Kalendertage lang zu überleben.“⁵⁴⁹

Basis der Mindestliquiditätsquote sind die folgenden beiden Prinzipien:

1. „Bei ungesicherten Einlagen und Krediten sowie außerbilanziellen Verbindlichkeiten ist die Kundenkategorie (...)“ von entscheidender Wichtigkeit. Dabei unterscheidet man den Nichtfinanzsektor, mit den Kategorien *Privatkunden*, *Klein- und Mittelstand*, sowie *Unternehmen*, von Staaten, Zentralbanken, öffentlicher Hand (USZÖ) sowie Finanzunternehmen.⁵⁵⁰

2. Die liquiden Mittel unterteilt man in zwei Liquiditätsklassen.

Liquiditätsklasse 1 bilden die hochliquiden Mittel, zu denen „Barmittel, Zentralbankguthaben und Staatsanleihen mit sehr geringem Ausfallrisiko gehören (...).“

Liquiditätsklasse 2 bilden die liquiden Mittel, zu denen „(...) Staatsanleihen, Unternehmensanleihen und Covered Bonds mit geringem Ausfallrisiko (...)“ gehören.

Liquiditätsklasse 1 und Liquiditätsklasse 2 bilden zusammen den sogenannten Liquiditätspuffer.⁵⁵¹

⁵⁴⁹ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010b, S.5

⁵⁵⁰ Vgl. Heidorn, T./Schmaltz, C./Schröter, D. 2011, in Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S.397

⁵⁵¹ Vgl. Heidorn, T./Schmaltz, C./Schröter, D. 2011, in Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S.397

Die Mindestliquiditätsquote setzt sich aus den folgenden zwei Komponenten zusammen:

- **erstklassige liquide Aktiva unter Stressbedingungen – Liquiditätspuffer**

Gemäß dem neuen Standard des Basler Ausschusses haben Finanzinstitute „(...) einen Bestand an lastenfreien⁵⁵² erstklassigen liquiden Aktiva (...)“ zu halten, mit dessen Hilfe der „(...) gesamte Nettoabfluss von Barmitteln über einen 30-Tage-Zeitraum (...)“ unter dem bereits beschriebenen Stressszenario gedeckt werden muss.⁵⁵³

Erstklassige liquide Aktiva

Erstklassige liquide Aktiva können „(...) ohne weiteres und unverzüglich flüssig gemacht werden (...)“, und dabei keine oder nur geringe Werteinbußen verzeichnen. Die Liquidität eines Vermögenswertes hängt stark „(...) vom zugrundeliegenden Stressszenario, dem flüssig zu machenden Volumen und dem in Betracht gezogenen Zeitrahmen ab.“ Dennoch sind Aktiva nicht gleich Aktiva. In diesem Zusammenhang können bestimmte Aktiva eher in Bargeld umgewandelt werden, als andere, und dabei, insbesondere in Stressphasen, „(...) großen Abschlüsse infolge eines Notverkaufs (...)“ hinnehmen müssen.⁵⁵⁴

Leicht liquidierbare Aktiva werden in diesem Zusammenhang durch folgende fundamentale und marktrelevante Merkmale gekennzeichnet:

- Geringes Kredit- und Marktrisiko
- Leichtigkeit und Sicherheit der Bewertung
- Geringe Korrelation mit risikobehafteten Aktiva
- Notierung an einer entwickelten und anerkannten Börse
- Aktiver und bedeutender Markt
- Präsenz engagierter Marktmacher
- Geringe Machtkonzentration
- Flucht in die Qualität⁵⁵⁵

⁵⁵² Der Vermögenswert ist weder direkt noch indirekt verpfändet, um ein Geschäft zu besichern oder dessen Bonität zu verbessern.

⁵⁵³ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010b, S.5

⁵⁵⁴ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010b, S.5

⁵⁵⁵ Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010b, S.6 sowie Lüders, U./Manns, T./Schnall, M. 2011, in: Risiko-Manager, S. 8-21

In den „(...) Bestand an erstklassigen liquiden Aktiva (...)“ können lediglich „zwei Kategorien von Vermögenswerten (...)“ aufgenommen werden, die den hohen Ansprüchen des Basler Ausschusses gerecht werden können. In beiden Kategorien entsprechen diese Vermögenswerte denen, die das Finanzinstitut „(...) am ersten Tag der Stressperiode hält.“ Wir unterscheiden zwischen Liquiditätsklasse 1 und Liquiditätsklasse 2, wobei Aktiva der Klasse 1 unbegrenzt aufgenommen werden können, während Aktiva der Klasse 2 „(...) höchstens 40 % des Bestands ausmachen dürfen.“⁵⁵⁶

Die folgende Abbildung verdeutlicht die Zulässigkeitskriterien für Aktiva der Klassen 1 und 2:

		Kategorie	Emittentenkreis	Hauptbedingung	Weitere Bedingungen
Liquiditätspuffer	Klasse 1	Barmittel			
		Zentralbankguthaben			
		Handelbare Wertpapiere	1. Staaten 2. Zentralbanken	1. Nationale Währung zur Deckung der Abflüsse in dieser Währung 2. Fremdwährung, wenn Heimatstaat	
	Klasse 2	Handelbare Wertpapiere	1. Staaten 2. Zentralbanken 3. Öffentliche Stellen 4. BIS, IMF, Europäische Kommission 5. Internationale Entwicklungsbanken	0% Risikogewicht im Kreditrisikostandardansatz (KSA) 20% KSA-Risikogewicht	1. Liquide Repo- und Spotmärkte 2. Qualitätspapiere in einem „Flight to Quality“
		Unternehmensanleihen	Nichtbanken	Rating nicht schlechter als AA-	
		Covered Bonds	Alle	AA-	

Abbildung 27: Zulässigkeitskriterien für den Liquiditätspuffer⁵⁵⁷

⁵⁵⁶ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010b, S.8f.

⁵⁵⁷ Vgl. Heidorn, T./Schmaltz, C./Schröter, D. 2011, in Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S.401

Aktiva der Klasse 1

Wie die vorangegangene Abbildung zeigt, gehören „zu den Positionen erster Klasse (...)“ Barmittel, Zentralbankguthaben sowie „(...) ein eng definierter Kreis an handelbaren Wertpapieren.“ In diesem exklusiven Kreis befinden sich Wertpapiere, die „(...) ein Risikogewicht von 0 Prozent im *Kreditrisikostandardansatz KSA* (...)“ vorweisen können, und „(...) von Staaten, Zentralbanken, öffentlichen Stellen (...)“, der Bank for International Settlements BIS, dem International Monetary Fund IMF, der „(...) Europäischer Kommission und internationalen Entwicklungsbanken emittiert (...)“ werden. Doch damit enden die Anforderungen an Wertpapiere als Liquiditätspuffer nicht. Wertpapiere müssen „(...) liquide Repo- und Spotmärkte haben (...)“ und darüber hinaus „(...) gesuchte Wertpapiere⁵⁵⁸ in Krisenzeiten sein.“⁵⁵⁹

Aktiva der Klasse 2

Fallen die Wertpapiere nicht mehr in die Kategorie *0 % Risikogewicht*, sondern in die Kategorie *20 % Risikogewicht*, sind diese der Klasse 2 zuzuordnen. Wie Abbildung 27 zeigt, ist „der enge Kreis der 0-Prozent-Risikogewichtspapiere (...)“ um Staats- und Zentralbankpapiere erweitert worden. Dies geschieht „(...) in nationaler Währung, die eine Bank hält, weil die Abflüsse in dieser Währung erfolgen oder in Fremdwährung, wenn es sich um den Heimatstaat bzw. die Heimatszentralbank handelt.“ Die Klasse 2 erweitert sich um „(...) Unternehmensanleihen von Nichtbanken und Covered Bonds (...)“. Covered Bonds müssen ein „(...) Rating von AA- oder besser (...)“ vorweisen, „(...) die darüber hinaus auch noch hoch liquide sind, das heißt liquide Spot- und Repo-Märkte haben und gesuchte Wertpapiere in einer Krise sind.“⁵⁶⁰

Alle weiteren Wertpapiere oder Forderungen, die diesen hohen Ansprüchen nicht genügen, werden vom Basler Ausschuss und den Aufsichtsbehörden „(...) nicht als Liquiditätsreserve anerkannt.“⁵⁶¹

⁵⁵⁸ Wertpapiere, die in Krisenzeiten nicht unter Verkaufsdruck geraten.

⁵⁵⁹ Vgl. Heidorn, T./Schmaltz, C./Schröter, D. 2011, in Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S.397-402

⁵⁶⁰ Vgl. Heidorn, T./Schmaltz, C./Schröter, D. 2011, in Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S.397-402

⁵⁶¹ Vgl. Heidorn, T./Schmaltz, C./Schröter, D. 2011, in Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S.397-402

▪ **gesamter Nettomittelabfluss von Barmitteln**

Die gesamten Nettomittelabflüsse werden „(...) definiert als die *gesamten erwarteten Abflüsse von Barmitteln* abzüglich der *gesamten erwarteten Mittelzuflüsse* im vorgegebenen Stressszenario während der ersten 30 Kalendertage.“⁵⁶²

▪ *Gesamte erwartete Mittelabflüsse*

Die gesamten zu erwartenden Mittelabflüsse ergeben sich aus der Multiplikation der „(...) offenen Salden verschiedener Kategorien oder Arten von Verbindlichkeit und außerbilanziellen Engagements mit der Rate (...“, „(...) mit der sie voraussichtlich beansprucht oder abgezogen werden.“⁵⁶³ Dazu gehören beispielsweise „(...) Einlagen, Rückzahlung fälliger bzw. potenziell kündbarer verbriefter Verbindlichkeiten, Nachschusspflichten bei derivaten Handelspositionen bzw. bei Positionen mit Downgrade-Triggern sowie die Ziehung von Kredit- und Liquiditätslinien.“⁵⁶⁴

Je nach Kundenkategorie variieren „bei den ungesicherten Einlagen und außerbilanziellen Verbindlichkeiten (...)“ die Abzugsfaktoren. Für „(...) besicherte Einlagen und Handelspositionen (...)“ variieren je nach Qualität der Sicherheiten, also Liquiditätsklasse 1 oder 2, die Abzugsfaktoren bzw. Nachschussquoten.⁵⁶⁵

▪ *Gesamte erwartete Mittelzuflüsse*

Die gesamten zu erwartenden Mittelzuflüsse ergeben sich aus der Multiplikation der „(...) offenen Salden verschiedener Kategorien vertraglicher Forderungen mit der Rate (...“, „(...) mit der sie voraussichtlich während des Szenarios eingehen (...).“⁵⁶⁶ Dazu zählen beispielsweise „(...) fällige Kredite und Wertpapiere sowie Forderungen aus Derivaten.“ Bewegen wir uns im Bereich der fälligen Kredite, werden diesen Prolongationsquoten unterstellt, „(...) die bei ungesicherten Krediten mit der Kundenkategorie und bei besicherten Krediten mit der Qualität der Sicherheiten variieren.“⁵⁶⁷

⁵⁶² Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010b, S.13

⁵⁶³ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010b, S.13

⁵⁶⁴ Vgl. Heidorn, T./Schmaltz, C./Schröter, D. 2011, in Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S.397

⁵⁶⁵ Vgl. Heidorn, T./Schmaltz, C./Schröter, D. 2011, in Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S.397

⁵⁶⁶ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010b, S.13

⁵⁶⁷ Vgl. Heidorn, T./Schmaltz, C./Schröter, D. 2011, in Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S.398

„Die Differenz aus Abflüssen und Zuflüssen (...)“ bildet dann den *gesamten Nettomittelabfluss*. Um einen Minimumpuffer in Höhe von „(...) 25 Prozent der Abflüsse zu erzwingen“, sind „(...) die Zuflüsse regulatorisch nur bis 75 Prozent der Abflüsse anrechenbar (...).“⁵⁶⁸ Zudem muss der Bestand an erstklassigen liquiden Aktiva „(...) mindestens so groß sein, wie der für die Stressperiode unterstellte Netto-Abfluss“, woraus ein LCR von mindestens 100 % oder höher entsteht.⁵⁶⁹

Zusammenfassend gelten nachstehende Gleichungen:

$$LCR = \frac{\text{Bestand an erstklassigen liquiden Aktiva}}{\text{Gesamte Nettomittelabflüsse von Barmitteln während der nächsten 30 Tage}} \geq 1^{570}$$

$$LCR = \frac{\text{Bestand an erstklassigen liquiden Aktiva}}{\text{Cashoutflows} - \text{Min} [\text{Cashinflows}; 75\% \text{ Cashoutflows}]} \geq 1^{571}$$

⁵⁶⁸ Vgl. Heidorn, T./Schmaltz, C./Schröter, D. 2011, in Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S.398

⁵⁶⁹ Vgl. Heidorn, T./Schmaltz, C./Schröter, D. 2011, in Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S.397

⁵⁷⁰ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010b, S.13

⁵⁷¹ Vgl. Lüders, U./Manns, T./Schnall, M. 2011, in: Risiko-Manager, S. 8-21

Strukturelle Liquiditätsquote – Net Stable Funding Ratio, kurz NSFR

Mit der *Strukturelle Liquiditätsquote – Net Stable Funding Ratio, kurz NSFR* möchte die Basler Ausschuss „(...) eine vermehrt mittel- und langfristige Refinanzierung von Aktiva und Geschäftsfeldern von Banken (...)“ fördern. Auf Grundlage dieser Kennzahl wird für einen 1-Jahres-Horizont „(...) ein akzeptabler Mindestbetrag stabiler Refinanzierung festgelegt (...)“, der „(...) auf den Liquiditätseigenschaften der Aktiva und Geschäften einer Bank (...)“ basiert.⁵⁷² Ist das Institut also in der Lage, „(...) den Refinanzierungsbedarf der nächsten zwölf Monate durch die vorhandenen regulatorischen Eigenmittel und die bestehenden stabilen Refinanzierungsquellen zu decken.“⁵⁷³

Mit diesem neuen Standard in der Finanzmarktaufsicht sollen in Verbindung mit dem LCR Mindestanforderungen durchgesetzt „(...) und andere Aufsichtsprofile der Banken gefördert werden (...)“, getreu nach dem Motto: „(...) weg von kurzfristigen Refinanzierungsinkongruenzen und hin zu einer stabilen, langfristigen Refinanzierung von Aktiva und Geschäftsbereichen.“ Der NSFR-Standard ist insbesondere darauf ausgerichtet, dafür zu sorgen, „(...) dass langfristige Aktiva in einem Mindestumfang mit in Bezug auf die Liquiditätsrisikoprofil stabilen Passiva refinanziert werden.“ In Zeiten ausreichender Marktliquidität, ist es Ziel der NSFR, eine überproportionale Abhängigkeit von kurzfristig „(...) zur Verfügung gestellten Finanzmittel (...)“ zu begrenzen und darüber hinaus „(...) eine solide Einschätzung des Liquiditätsrisiko bei allen bilanzwirksamen und außerbilanziellen Positionen zu fördern.“ Den Anreiz der Banken, „(...) ihren Bestand an liquiden Aktiva mit kurzfristigen Mitteln zu decken, die gerade außerhalb des 30-Tage-Zeithorizont des LCR-Standards fällig werden“, wirkt der NSFR-Ansatz entgegen.⁵⁷⁴

⁵⁷² Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010b, S.28

⁵⁷³ Vgl. Lüders, U./Manns, T./Schnall, M. 2011, in: Risiko-Manager, S. 8-21

⁵⁷⁴ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010b, S.28

Die strukturelle Liquiditätsquote setzt sich aus den folgenden zwei Komponenten zusammen:

- **verfügbarer Betrag stabiler Refinanzierung**

Als *stabile Refinanzierung* wird „(...) der Teil jener Arten und Beiträge von Eigen- und Fremdmitteln (...)“ definiert, von dem erwartet wird, dass er in einem „(...) Zeithorizont von einem Jahr und unter anhaltenden Stressbedingungen eine zuverlässige Mittelquelle (...)“ darstellt.⁵⁷⁵

Die *verfügbare stabile Refinanzierung* – *Available Stable Funding*, kurz *ASF* stellt den Gesamtbetrag der im Folgenden aufgelisteten Mittel einer Bank dar:⁵⁷⁶

- Eigenkapital⁵⁷⁷
- „Vorzugsaktien mit einer Restlaufzeit von mindestens einem Jahr“⁵⁷⁸
- „Verbindlichkeiten mit effektiver Restlaufzeit von mindestens einem Jahr“⁵⁷⁹
- „derjenige Teil von Einlagen ohne Fälligkeit und/oder Termineinlagen mit Restlaufzeit von weniger als einem Jahr, von dem erwartet werden kann, dass er bei einem einzelfallsspezifischen Stressereignis über längere Zeit bei der Bank verbleibt“⁵⁸⁰
- „derjenige Teil der von Großkunden bereitgestellter Mittel mit einer Restlaufzeit von weniger als einem Jahr, von dem erwartet wird, dass er bei einem einzelfallsspezifischen Stressereignis über längere Zeit bei der Bank verbleibt“⁵⁸¹

Im Anschluss wird der *verfügbare Betrag stabiler Refinanzierung* berechnet.

Dazu muss „(...) zunächst der Buchwert des Eigen- und Fremdkapital einer Bank einer der fünf Kategorien in der nachstehenden Tabelle (...)“ zugeordnet werden.⁵⁸²

⁵⁷⁵ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010b, S.29

⁵⁷⁶ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010b, S.29

⁵⁷⁷ Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010b, S.29

⁵⁷⁸ Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010b, S.29

⁵⁷⁹ Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010b, S.29

⁵⁸⁰ Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010b, S.29

⁵⁸¹ Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010b, S.29

⁵⁸² Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010b, S.29

ASF-Faktor	Komponenten der ASF-Kategorien
100%	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Gesamtbetrag des Eigenkapitals, d.h. Klasse 1 und 2 gemäß Definition in den bestehenden globalen Eigenkapitalstandards des Basler Ausschusses. ▪ Gesamtbetrag etwaiger Vorzugsaktien, die nicht in Klasse 2 enthalten sind und die eine effektive Restlaufzeit von mindestens einem Jahr haben, unter Berücksichtigung etwaiger expliziter oder eingebetteter Optionen, die die Restlaufzeit auf weniger als ein Jahr verkürzen könnten. ▪ Gesamtbetrag besicherter und unbesicherter Kreditaufnahmen und Verbindlichkeiten (einschl. Termineinlagen) mit effektiver Restlaufzeit von mindestens einem Jahr, unter Ausschluss von Instrumenten mit expliziten oder eingebetteten Optionen, die die Restlaufzeit auf weniger als ein Jahr verkürzen könnten. Zu diesen Optionen gehören auch solche, die der Anleger nach seinem Ermessen innerhalb des 1-Jahres-Horizonts ausüben kann.
90%	<ul style="list-style-type: none"> ▪ „Stabile“ Sichteinlagen/Einlagen von Privatkunden und Kleinunternehmen ohne Fälligkeit und/oder Termineinlagen mit einer Restlaufzeit von weniger als einem Jahr.
80%	<ul style="list-style-type: none"> ▪ „Weniger stabile“ Sichteinlagen/Einlagen von Privatkunden und Kleinunternehmen ohne Fälligkeit und/oder Termineinlagen mit einer Restlaufzeit von weniger als einem Jahr.
50%	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Unbesicherte Großkundenmittel, Einlagen ohne Fälligkeit und/oder Termineinlagen mit einer Restlaufzeit von weniger als einem Jahr, bereitgestellt von Nichtfinanzunternehmen, Staaten, Zentralbanken, multilateralen Entwicklungsbanken und sonstigen öffentlichen Stellen.
0%	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Alle übrigen Kategorien von Verbindlichkeiten und Eigenkapital, die nicht in die obigen Kategorien fallen

Abbildung 28: Komponenten der verfügbaren stabilen Refinanzierung und entsprechende ASF-Faktoren⁵⁸³

⁵⁸³ Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010b, S.31

Nun ist der Betrag jeder Kategorie „(...) mit einem ASF-Faktor zu multiplizieren, und die gesamte ASF ist die Summe der gewichteten Beträge.“⁵⁸⁴

Auf Grundlage dieses neu eingeführten Standards soll für einen Zeithorizont „(...) von einem Jahr eine stabile Refinanzierung (...)“ sichergestellt werden, um den Fortbestand des Finanzinstituts „(...) in einem länger dauernden firmenspezifischen Stressszenario (...)“ zu gewährleisten, auch wenn das Institut „(...) mit einem oder allen der folgenden Probleme konfrontiert ist und dies den Anlegern und Kunden bekannt ist.“⁵⁸⁵

- „erheblicher Rückgang der Rentabilität oder Solvenz infolge erhöhten Kreditrisikos, Marktrisikos, operationellen Risikos und/oder anderer eingegangener Risiken“⁵⁸⁶
- „potentielle Herabstufung des Schuldner-, Kredit-oder Einlagenratings durch einen national anerkannte Ratingagentur“⁵⁸⁷
- „wesentliches Ereignis, das den Ruf oder die Bonität des Bankinstituts in Frage stellt“⁵⁸⁸

▪ **erforderlicher Betrag stabiler Refinanzierung**

Der aufsichtlich verlangte Betrag für eine stabile Refinanzierung stützt sich auf die „(...) Annahme der Aufsicht bezüglich der allgemeinen Merkmale des Liquiditätsrisikoprofils der Aktiva, außerbilanziellen Positionen und anderer ausgewählter Geschäftsfelder eines Bankinstituts (...).“ Zur Berechnung des erforderlichen Betrages stabiler Refinanzierung nehme man „(...) die Summe des Wertes der von der Bank gehaltenen und finanzierten Aktiva, multipliziert mit einem spezifischen Faktor für die erforderliche stabile Refinanzierung (...)“, dem sogenannten *Required Stable Funding*, kurz *RSF*, dieser wird „(...) jeder Art von Aktiva zugewiesenen (...)“ und „(...) mit dem entsprechenden RSF-Faktor“ multipliziert.⁵⁸⁹

⁵⁸⁴ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010b, S.29

⁵⁸⁵ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010b, S.29

⁵⁸⁶ Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010b, S.29

⁵⁸⁷ Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010b, S.29

⁵⁸⁸ Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010b, S.29

⁵⁸⁹ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010b, S.30

RSF-Faktor

Der RSF-Faktor wird „(...) auf die gemeldeten Werte aller Aktiva und außerbilanziellen Positionen angewandt (...)“, und hat „(...) den Betrag jedes Posten (...)“ zu entsprechen, der laut Basler Ausschuss „(...) mit stabiler Refinanzierung unterlegt werden sollte.“ Hochliquide Aktivapositionen, die in benannten Stresssituationen eher als Liquiditätsquelle fungieren können, werden mit niedrigen RSF-Faktoren versehen, und erfordern deshalb deutlich weniger an stabiler Refinanzierung, als andere Aktivapositionen, die in Stresssituationen weniger liquide sind „(...) und daher eine stabilere Refinanzierung benötigen.“⁵⁹⁰

Unter den RSF-Faktoren sind Parameter zu verstehen, „(...) die als Näherungswerte für den Betrag eines bestimmten Vermögenswerts dienen sollen, der nicht durch Verkauf oder Einsatz als Sicherheit bei einer besicherten Kreditaufnahme auf erweiterter Basis während eines einjährigen Liquiditätsereignisses flüssig gemacht werden kann.“ In diesem Zusammenhang eines solchen Standards sind die Finanzinstitute dazu verpflichtet, beschriebene Beträge durch stabile Refinanzierung zu unterlegen.⁵⁹¹

Nachfolgende Tabelle zeigt „(...) die einzelnen Arten von Vermögenswerten (...)“, „(...) die jeder Kategorie zuzuordnen sind (...)“, und den entsprechenden RSF-Faktor.⁵⁹²

RSF-Faktor	Komponenten der RSF-Kategorie
0%	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Barmittel, die unmittelbar zur Begleichung von Verbindlichkeiten zur Verfügung stehen, nicht als Sicherheiten belastet sind und nicht für einen bestimmten Zweck (als bedingte Sicherheiten, für Lohnzahlungen usw.) gehalten werden ▪ Lastenfreie kurzfristige unbesicherte Instrumente und Geschäfte mit einer Restlaufzeit von weniger als einem Jahr ▪ Lastenfreie Wertpapiere mit ausgewiesener Restlaufzeit von weniger als einem Jahr, ohne eingebettete Optionen, die die erwartete Restlaufzeit auf über ein Jahr verlängern könnten

⁵⁹⁰ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010b, S.30

⁵⁹¹ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010b, S.30

⁵⁹² Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010b, S.32

	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Lastenfreie Wertpapiere, bei denen die Bank ein gegenläufiges Reverse-Repo-Geschäft abgeschlossen hat, sofern die Wertpapiere beider Transaktionen dieselbe unverwechselbare Identifikation haben (z.B. ISIN oder CUSIP) ▪ Lastenfreie Kredite an Finanzinstitute mit effektiver Restlaufzeit von weniger als einem Jahr, die nicht erneuerbar sind und bei denen der Kreditgeber ein unwiderrufliches Kündigungsrecht hat
5%	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Lastenfreie marktgängige Wertpapiere mit einer Restlaufzeit von einem Jahr oder darüber, die Forderungen gegenüber bzw. garantiert von Staaten, Zentralbanken, der BIZ, dem IWF, der EU, multilateralen Entwicklungsbanken, Gebietskörperschaften oder sonstigen öffentlichen Stellen darstellen und die im Standardansatz von Basel II ein Risikogewicht von 0% erhalten würden, sofern für diese Wertpapiere aktive Repo- oder Kassamärkte bestehen
20%	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Lastenfreie Unternehmensanleihen oder gedeckte Schuldverschreibungen mit Rating AA– oder höher und einer Restlaufzeit von einem Jahr oder darüber, die alle Voraussetzungen für Aktiva der Stufe 2 bei der LCR erfüllen ▪ Lastenfreie marktgängige Wertpapiere mit einer Restlaufzeit von einem Jahr oder darüber, die Forderungen gegenüber bzw. garantiert von Staaten, Zentralbanken, Gebietskörperschaften oder sonstigen öffentlichen Stellen darstellen und die im Standardansatz von Basel II ein Risikogewicht von 20% erhalten würden, sofern sie alle Voraussetzungen für Aktiva der Stufe 2 bei der LCR erfüllen
50%	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Lastenfreies Gold ▪ Lastenfreie Dividendenpapiere, die nicht von Finanzinstituten oder deren Tochtergesellschaften begeben worden sind, an einer anerkannten Börse gehandelt werden und in einem Large-Cap-Börsenindex enthalten sind ▪ Lastenfreie Unternehmensanleihen und gedeckte Schuldverschreibungen, die sämtliche folgenden Voraussetzungen erfüllen: <ul style="list-style-type: none"> - Notenbankfähigkeit für Innertagesliquidität und Overnight-

	<p>Liquiditäts-engpässe im betreffenden Land</p> <ul style="list-style-type: none"> - Nicht von einem Finanzinstitut oder dessen Tochtergesellschaft begeben (ausser im Fall von gedeckten Schuldverschreibungen) - Nicht von der Bank selbst oder einer ihrer Tochtergesellschaften begeben - Niedriges Kreditrisiko: Aktiva, die von einer anerkannten Ratingagentur ein Rating von A+ bis A– erhalten haben bzw. die zwar nicht von einer anerkannten Ratingagentur bewertet werden, aber intern die Beurteilung erhalten, dass ihre PD einem Rating von A+ bis A– entspricht - Gehandelt an grossen, tiefen und aktiven Märkten mit einem geringen Konzentrationsgrad <ul style="list-style-type: none"> ▪ Lastenfreie Kredite an Nichtfinanzunternehmen, Staaten, Zentralbanken und sonstige öffentliche Schuldner mit einer Restlaufzeit von weniger als einem Jahr
65%	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Lastenfreie Kredite für den Erwerb von Wohneigentum mit jeglicher Laufzeit, die im Rahmen des Standardansatzes von Basel II für das Kreditrisiko ein Risikogewicht von 35% oder weniger erhalten würden ▪ Sonstige lastenfreie Kredite, ohne Kredite an Finanzinstitute, mit einer Restlaufzeit von einem Jahr oder darüber, die im Rahmen des Standardansatzes von Basel II für das Kreditrisiko ein Risikogewicht von 35% oder weniger erhalten würden
85%	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Lastenfreie Kredite an Privatkunden (natürliche Personen) und Kleinunternehmen (gemäss Definition für die LCR) mit einer Restlaufzeit von weniger als einem Jahr (ausser denjenigen, die für den obigen RSF-Faktor von 65% qualifiziert sind)
100%	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Alle übrigen Aktiva, die nicht unter die obigen Kategorien fallen

Abbildung 29: Bestandteile der Aktivakategorien und entsprechende RSF-Faktoren⁵⁹³

⁵⁹³ Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010b, S.32f.

Bewegen wir uns im Bereich „(...) potentieller außerbilanzieller Liquiditätsrisiken (...)“, kann kaum von einer Notwendigkeit „(...) direkter oder unmittelbarer Refinanzierung (...)“ gesprochen werden. Nichts desto trotz „(...) könnten sie in Zeiten von Marktanspannung oder einzelfallspezifischen Problem erhebliche Liquiditätsabflüsse auslösen.“ In der Folge würde „(...) die Anwendung eines RSF-Faktor auf verschiedenen außerbilanzielle Geschäfte (...)“ dazu führen, dass seitens des Finanzinstituts eine „Reserve“ stabiler Refinanzierung zu bilden ist. Diese „Reserve“ würde den Zweck erfüllen, „(...) bestehende Forderungen zu refinanzieren (...)“, für die allerdings „(...) keine andere stabile Refinanzierung gemäß der Definition in anderen Teilen dieses Standards zur Verfügung stehen dürfte.“ Innerhalb eines Finanzinstituts sind Mittel zwar durchaus fungibel, doch kann diese Anforderung „(...) als Anreiz für eine stabile Refinanzierung des Bestands an liquiden Aktiva angesehen werden (...)“, die in Stressperioden „(...) zur Deckung des Liquiditätsbedarfs für außerbilanzielle Eventualfälle (...)“ herangezogen werden könnte.⁵⁹⁴

Analog zur *Mindestliquiditätsquote LCR* werden auch bei der strukturellen *Liquiditätsquote NSFR* „(...) verschiedenen Kategorien außer Bilanzerwerbposition identifiziert (...)“. Dies geschieht grundsätzlich danach, „(...) ob die Zusage eine Kredit- oder eine Liquiditätsfazilität oder eine andere Eventualverpflichtung zur Mittelbereitstellung ist.“⁵⁹⁵

Nachstehende Tabelle verdeutlicht „(...) die einzelnen Arten von außerbilanziellen Positionen (...)“, „(...) die jeder Kategorie zuzuordnen sind (...)“ und die entsprechenden RSF-Faktoren.⁵⁹⁶

⁵⁹⁴ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010b, S.34

⁵⁹⁵ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010b, S.34

⁵⁹⁶ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010b, S.34

RSF-Faktor	RSF-Kategorie
5% des jeweils nicht in Anspruch genommenen Teil	Bedingt widerrufliche sowie unwiderrufliche Kredit- und Liquiditätsfazilitäten für alle Kunden
Die nationalen Aufsichtsinstanzen könnten die RSF-Faktoren entsprechend den nationalen Gegebenheiten festlegen.	<p>Sonstige Eventualverpflichtungen zur Mittelbereitstellung, z.B. folgende Produkte und Instrumente:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Unbedingt widerrufliche, nicht „fest zugesagte“ Kredit- und Liquiditätsfazilitäten ▪ Garantien ▪ Akkreditive ▪ Sonstige Handelsfinanzierungsinstrumente ▪ Nicht vertragliche Verpflichtungen wie: <ul style="list-style-type: none"> – Potenzielles Ersuchen um Rückkauf von Schuldtiteln der Bank selbst oder von mit ihr verbundenen Durchlaufvehikeln, Wertpapierfinanzierungsvehikeln und anderen solchen Finanzierungsfazilitäten – Strukturierte Produkte, bei denen die Kunden von guter Marktgängigkeit ausgehen, wie Notes mit anpassbarer Verzinsung oder variabel verzinsliche Sichtschuldscheine (Variable Rate Demand Notes, VRDN) – Verwaltete Fonds, die mit dem Ziel vermarktet werden, einen stabilen Wert beizubehalten, wie z.B. Geldmarktfonds und andere Arten von auf stabilen Wert ausgerichteten Anlagefonds

Abbildung 30: Bestandteile der Kategorien außerbilanzieller Position und entsprechende RSF-Faktoren⁵⁹⁷

⁵⁹⁷ Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010b, S.34

Die strukturelle Liquiditätsquote bildet somit „(...) das Verhältnis von *verfügbar stabiler Refinanzierung* zu *erforderlicher stabiler Refinanzierung*“ ab. Dabei muss dieses Verhältnis stets höher 100 % sein.⁵⁹⁸

$$\text{NSFR} = \frac{\text{Verfügbarer Betrag stabiler Refinanzierung}}{\text{Erforderlicher Betrag stabiler Refinanzierung}} > 1^{599}$$

Neben den vorgestellten Kennzahlen *Mindestliquiditätsquote* um *strukturelle Liquiditätsquote*, listen die Experten aus Basel Überwachungswerkzeuge, sogenannte *Monitoring Tools*, auf, „(...) die der Aufsicht zur Identifikation von Liquiditätsrisiken in Abhängigkeit der länderspezifischen Jurisdiktion dienen sollen.“ Zu den Kernpunkten dieser Monitoring Tools gehört beispielsweise die Feststellung des „(...) Liquiditätsbedarfs der Institute innerhalb verschiedener Zeitbänder (...)“, um eventuell auftretende Diskrepanzen aufdecken zu können. Die Refinanzierung soll auf „(...) Kontrahenten-, Produkt- und Währungskonzentrationen Rücksicht nehmen“, eine Detaillierung jener freien Aktiva, die dem Zweck der Mittelbeschaffung erfüllen können und die Verwendung „(...) bestimmter Marktdaten als Frühwarnindikatoren für potentielle Liquiditätsengpässe (...)“.⁶⁰⁰

Nun müssen die Neuerung im Liquiditätsstandard der Finanzinstitute nicht von heute auf morgen eingeführt werden, sondern es werden „ebenso wie im Bereich des aufsichtlichen Eigenkapitals, der Kapitalpuffer sowie der Leverage Ratio (...)“, Übergangsfristen gewährt. Das Jahr 2011 startet mit einer aufsichtlichen Beobachtungsphase, in der „(...) mehrfach Daten in Form von quantitativen Auswirkungsstudien erhobenen“ werden und anschließend als gesammelte Ergebnisse formuliert werden. Basierend auf diesen „(...) Ergebnissen erfolgt eine Rekalibrierung der LCR bis Mitte 2013 bzw. der NSFR bis Mitte 2016“. Mit dem 1. Januar 2015 für den LCR bzw. mit dem 1. Januar 2018 für den NSFR beginnt „das verpflichtende regelmäßige Reporting (...)“.⁶⁰¹

⁵⁹⁸ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010b, S.28

⁵⁹⁹ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010b, S.28 sowie Lüders, U./Manns, T./Schnall, M. 2011, in: Risiko-Manager, S. 8-21

⁶⁰⁰ Vgl. Lüders, U./Manns, T./Schnall, M. 2011, in: Risiko-Manager, S. 8-21

⁶⁰¹ Vgl. Lüders, U./Manns, T./Schnall, M. 2011, in: Risiko-Manager, S. 8-21

2.3.3 Die Umsetzung von Basel III

Nach der Frage zur Umsetzung von Basel III in Deutschland, blickt man mit Spannung auf die Entwicklungen in den USA, die bis Ende diesen Jahres die Regelungen zu Basel II, und bis Ende nächsten Jahres die Regelungen zu Basel III umgesetzt haben sollen. In diesem Zusammenhang bestehen die Schwierigkeiten nicht im Bereich der Regulatoren, „(...) sondern eher im Kongress, der auf den *Dodd-Frank-Act*⁶⁰² und das dort enthaltene Verbot verweist, bei bankaufsichtlichen Regeln auf externe Ratings Bezug zu nehmen.“⁶⁰³

Laut Zeitler wäre es möglich, „(...) über eine Brücke zu gehen, die die neuen Basler Regeln geschlagen haben: (...)“ Die Bewertung der Wertpapierpositionen sei nicht nur Aufgabe externer Ratingagenturen, auch die Kreditinstitute selbst haben sich „(...) ein nachvollziehbares eigenständiges Urteil über die Qualität des Underlyings, der zugrunde liegenden Kreditforderungen von Verbriefung zu bilden.“ Auf Grundlage dessen sollen hohe Kapitalsanktionen vermieden werden.⁶⁰⁴

Kommt es bei der Umsetzung der Regelungen zu Basel II und III in den USA zu Verzögerungen, so ist es Aufgabe europäischer Gremien sich zeitnah „(...) auf eine Strategie zu verständigen (...)“ Diese sollte nicht nur „(...) das Momentum für die notwendigen Konsequenzen (...)“ aus der Finanzmarktkrise erhalten, sondern auch Fehlanreize vermeiden, „(...) die ein *uneven playing field* zur Folge hätte.“ Die Umsetzung von Basel III in der Europäischen Union, stellt kein minderschweres Problem dar. Im Februar 2011 gab die EU-Kommission einen „Paradigmenwechsel“ bekannt, der die Umsetzung von „(...) Basel III durch eine Verordnung (...)“, und nicht wie bisher „(...) über eine Richtlinie (CRD I bis III⁶⁰⁵) (...)“ bekanntwerden ließ. Auf den ersten Blick erscheint diese Änderung lediglich „(...) als formale Frage für Gourmets des Aufsichtsrechts

⁶⁰² Der *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, kurz Dodd-Frank Act, ist ein Bundesgesetz, welches als Reaktion auf die Finanzmarktkrise von 2007, das Finanzmarktrecht der Vereinigten Staaten umfassend verändert hat.

⁶⁰³ Vgl. Zeitler, F.-C. 2011, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S. 542

⁶⁰⁴ Vgl. Zeitler, F.-C. 2011, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S. 542

⁶⁰⁵ *Capital Requirements Directive*, kurz CRD, sind Richtlinie über Eigenkapitalanforderungen, in denen die Regelungen des Basler Ausschusses in europäisches Recht umgesetzt werden. Darin enthalten sind Mindesteigenkapitalanforderungen, durch Bankaufsicht zu prüfende Anforderungen, sowie Offenlegungsvorschriften an Banken.

(...)“, die sich allerdings bei genauerem Hinsehen, als „(...) eine wichtige langfristige Weichenstellung“ herausstellt.⁶⁰⁶

Basel III und das einheitliche Regelwerk in der Europäischen Union

Der Entwurf zum *CRD IV* stellt „(...) die Umsetzung eines einheitlichen Regelwerks (...)“ dar, der seiner Aufgaben „(...) in der Bankenregulierung, der Harmonisierung aufsichtlicher Maßnahmen und Corporate Governance in der Finanzindustrie“ findet. Doch beim einheitlichen Regelwerk zu *CRD IV* handelt es sich „(...) nicht nur um eine weitere Überarbeitung (...)“ der bereits vorgestellten *Capital Requirements Directive*, kurz *CRD*, sondern umfasst nun erstmals neben einem Richtlinienentwurf auch einen Verordnungstext. Da diese Neuerung in der Bankenregulierung erklärungsbedürftig ist, soll im Folgenden der Fokus „(...) auf dem einheitlichen Regelwerk und dem Instrument der Verordnung“ liegen.⁶⁰⁷

In dieser Studienarbeit sollte auch auf die zwei wesentlichen Lehren aus der Finanzmarktkrise eingegangen werden. Einerseits handelt es sich dabei um die bisher in diesem Ausmaß „(...) einmaligen Unterstützungsleistungen der öffentlichen Hand für den Kreditsektor.“ In diesem Zusammenhang wird „(...) nach einer besseren Liquiditäts- und Kapitalausstattung der Institute“ verlangt. Die Weichen wurden dahingehend in umfangreichen Maßnahmen gestellt. Im Verlauf der Ausführung wurde auf die Neuerungen zu Basel III bereits detailliert eingegangen. Der folgende Abschnitt soll sich allerdings mit den „(...) Schwächen des Aufsichtssystems (...)“ und den „(...) Mängeln in der Umsetzung des europäischen Aufsichtsrechts (...)“ beschäftigen.⁶⁰⁸

Im Rahmen des einheitlichen Regelwerks *CRD IV* und der Neuerungen von Basel III, wird „(...) eine grundlegende Überarbeitung der Bankenrichtlinie“ unerlässlich. Die Planung der Kommission sieht vor, „(...) noch vor Ende des Sommers dem Parlament und dem Rat einen entsprechenden Gesetzgebungsvorschlag zu unterbreiten.“⁶⁰⁹

⁶⁰⁶ Vgl. Zeitler, F.-C. 2011, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S. 542

⁶⁰⁷ Vgl. Spitzer, K. G. 2011, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S. 554

⁶⁰⁸ Vgl. Spitzer, K. G. 2011, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S. 554

⁶⁰⁹ Vgl. Spitzer, K. G. 2011, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S. 554

Der Gesetzgebungsvorschlag beinhaltet zwei inhaltliche Bereiche:

▪ **Einheitliches europäisches Aufsichtsrecht und Rechtsanwendung**

Auch der Europäische Rat hat sich „(...) der Meinung der Kommission angeschlossen (...)“, den Finanzaufsichtsbereich grundlegend zu reformieren und ein einheitliches Regelwerk zu schaffen. Die Gründe dafür liegen in einem derzeitigen „(...) unbefriedigenden Zustand des europäischen Aufsichtsrechts“, welche sich als „(...) kompliziertes, vielstufiges Gebilde aus europäischen Rechtsakten und deren nationaler Umsetzung in Gesetzen, Verordnungen und Verwaltungsanweisungen“ darstellt. Es verwundert daher nicht, dass diese unbefriedigende Situation „(...) einer einheitlichen Qualität des Aufsichtsrechts und einer einheitlichen Rechtsanwendung (...)“ entgegen spricht. In Abhängigkeit von „(...) nationalen Wahlrechten in den Richtlinien“, „(...) Umsetzungsfehlern im nationalen Recht“ und „(...) erheblichen Unterschieden in der Auslegung des Rechts auf europäischer und nationaler Ebene“, kann es zu Aufsichtsarbitrage⁶¹⁰ sowie Wettbewerbsverzerrungen kommen.⁶¹¹

Angesichts eines äußerst umfangreichen CRD-Richtlinientextes und „(...) 27 nationalen Gesetzen und Verordnungen in 23 Sprachen (...)“, gestaltet sich die Überwachung der „(...) korrekten Umsetzung der europarechtlichen Vorgaben (...)“ durch die Kommission als durchaus schwierig. Zur Lösung dieses Problems „(...) sieht der EU-Vertrag mit der Verordnung bereits ein (...)“ Abhilfe schaffendes Instrument vor. Anders als bei einer Richtlinie, die „(...) eines Umsetzungsrechtsakts in jedem einzelnen Mitgliedstaat (...)“ bedarf, gilt „(...) eine Verordnung unmittelbar in den Mitgliedstaaten (...)“. Eine Richtlinie stellt lediglich für die einzelnen Mitgliedstaaten ein verbindliches Recht dar, „(...) nicht aber für das einzelne Kreditinstitut.“ In diesem Zusammenhang soll die Richtlinie den Mitgliedsstaaten lediglich die zu erreichenden Ziele vorgeben, jedoch nicht die Form und Mittel, die zur Zielerreichung eingesetzt werden. Von diesem Ansatz nimmt man schon seit geraumer Zeit Abstand, indem man den Mitgliedstaaten der Europäischen Union „(...) bereits in der Vergangenheit derart detaillierte Vorgaben gemacht (...)“ hat, „(...) was von den Kreditinstituten zu verlangen ist.“ Der Grund weshalb man trotzdem am „(...) Instrument der Richtlinie festgehalten hat (...)“, liegt in

⁶¹⁰ *Aufsichtsarbitrage* als Tatbestand, dass bei unterschiedlich strikten Aufsichtsnormen in verschiedenen Ländern vor allem der EU durch Finanzdienstleister die für sie günstigsten durch Grenzen überschreitendes Arbeiten ausgenutzt werden.

⁶¹¹ Vgl. Spitzer, K. G. 2011, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S. 554f.

den zahlreichen Wahlrechten, „(...) die die Mitgliedstaaten bei der CRD-Umsetzung ausüben konnten.“ Im Umkehrschluss bedeutet dies, dass mit einem gemeinsamen Regelwerk, welches mit der „(...) Streichung aller Wahlrechte (...)“ einhergeht, „(...) ein wesentlicher verbleibender Grund für die Nutzung einer Richtlinie ohnehin entfällt.“⁶¹²

Spitzer stößt Diskussionen an, wie die Finanzmarktlandschaft aussehen könnte, wenn sich benanntes einheitliches Regelwerk durchsetzt.

Zunächst einmal ist er der Meinung, dass „(...) nicht die gesamte Richtlinie in eine Verordnung überführt werden“ sollte. Vor allem wenn wir uns in Bereichen „(...) der Genehmigung des Geschäftsbetriebs, der laufenden Beaufsichtigung durch die zuständigen Behörden und der aufsichtlichen Maßnahmen gegen Institute (...)“ befinden, stehen diese in einem engen Zusammenhang mit dem nationalen allgemeingültigen „(...) Verwaltungsrecht und dem nationalen Unternehmensrecht.“ Aus diesem Grund scheint es insgesamt opportun zu sein, den Mitgliedsstaaten weiterhin „(...) Form und Mittel der Umsetzung (...)“ zu überlassen, um ihnen dadurch Anpassungsmöglichkeiten „(...) an das nationale Rechtssystem (...)“ zu eröffnen. Es wäre also ratsam, benannte Bereiche „(...) in einer Richtlinie verbleiben“ zu lassen. In diesem Zusammenhang könnte auch „(...) die etablierte Anwendung der zweiten Säule (...)“ des Basler Rahmenwerks unangetastet bleiben.⁶¹³ Diese umfasst die „Anforderungen an die interne Organisation und das Risikomanagement der Institute sowie die aufsichtliche Überprüfung dieser Anforderungen“.⁶¹⁴

Die Säulen 1 und 3 des Basler Regelwerks, die die „(...) Kapitalanforderungen, aufsichtliches Berichtswesen und Offenlegungspflichten (...)“ beinhalten, sollten dagegen laut Zeitler „(...) in einer EU-Verordnung überführt werden.“ Vor allem „für grenzüberschreitend tätige Institute (...)“ würden sich erhebliche Vereinfachungen eröffnen, weil sie sich dann nicht mehr mit Form und Mittel der Umsetzung in 27 Mitgliedsstaaten auseinandersetzen müssten. „Für die kleinen, nur national oder regional tätigen Institute (...)“ eröffnet sich in Bezug auf ein einheitliches Regelwerk eher ein indirekter Nutzen. Auf dessen Grundlage ein einheitliches Wettbewerbsumfeld geschaffen werden kann, „(...) soweit Institute aus anderen Mitgliedstaaten durch Filialen oder das Internet

⁶¹² Vgl. Spitzer, K. G. 2011, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S. 555

⁶¹³ Vgl. Spitzer, K. G. 2011, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S. 555

⁶¹⁴ Vgl. Spitzer, K. G. 2011, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S. 556

mit Ihnen heute oder in der Zukunft in Wettbewerb treten (...).“ In diesem Zusammenhang können durch einheitliche „(...) Aufsicht und Regulierung in Europa (...)“ die Grundlagen „(...) für ein verbessertes Finanzstabilitätsumfeld (...)“ geschaffen werden, und somit den „(...) Bedarf für Unterstützungsleistungen für große Institute, die ihnen zur Last fallen könnten (...)“ vermieden werden. Die Veränderungen der kleinen Kreditinstitute fallen in Bezug auf ihr „tägliches Aufsichtserlebnis“ eher gering aus. Stark vereinfacht könnte man sagen, dass die Institute zukünftig statt mit „(...) der Solvabilitätsverordnung des Finanzministeriums (...)“, mit der EU-Verordnung konfrontiert werden.⁶¹⁵

▪ Einführung technischer Standards

Neu ist auch die Einführung der sogenannten *technischen Standards*. Entwickelt hat diese technischen Standards die neugeschaffene *Europäische Bankaufsichtsbehörde*, kurz *EBA*. Sie werden „(...) direkt auf die Institute anwendbar sein (...)“, und stellen in ihrer Natur ebenfalls Verordnungen dar. Die Einführung technischer Standards ist „(...) kein Resultat der Entscheidung für eine Verordnung“, sondern „(...) ist bereits mit den CRD-Änderungen im Zusammenhang mit der Schaffung der europäischen Aufsichtsbehörde eingeführt worden.“ Auch wenn sich das Instrument der Verordnungen nicht durchsetzen könnte, würde es technische Standards geben, wobei sich aber erhebliche Vereinfachungen ergeben würden, „(...) wenn nicht mehr nationales Recht zwischen der Richtlinie und den technischen Standards (...)“ stehen würde.⁶¹⁶

Die Nutzung einer Verordnung muss in diesem Zusammenhang nicht bedeuten, dass „(...) gezielt einzelne nationale Wahlrechte (...)“ nicht erhalten bleiben können. Ganz im Gegenteil dazu empfiehlt Spitzer, „(...) die wichtigen nationalen Umsetzungsspielräume bei der Risikogewichtung des Realkredits beizubehalten.“ Auch „andere nationale Wahlrechte (...)“ sollten erhalten bleiben, beispielsweise „(...) Beteiligungsportfolios von IRB Banken, die vorübergehend den Standardansatz benutzen dürfen, oder den Anwendungs- bzw. Konsolidierungsbereich der Eigenkapitalanforderungen innerhalb

⁶¹⁵ Vgl. Spitzer, K. G. 2011, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S. 555

⁶¹⁶ Vgl. Spitzer, K. G. 2011, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S. 555

von Institutsgruppen.“ Allerdings wird die Anzahl der beizubehaltenden Wahlrechte sehr klein ausfallen.⁶¹⁷

EU-Richtlinie		EU-Verordnung	
Nationales Gesetz		(Nationales Gesetz soweit Wahlrechte fortbestehen)	
Verbindliche Technische Standards (EU-Verordnung wo vorgesehen)		Verbindliche Technische Standards (EU-Verordnung wo vorgesehen)	
Nationale Verwaltungsanweisungen oder EBA-Leitlinien		Nationale Verwaltungsanweisungen oder EBA-Leitlinien	

Abbildung 31: Vergleich Richtlinie und Verordnung⁶¹⁸

Schrittweise Einführung mit Übergangsfristen

Im Rahmen von Basel III werden „(...) die Regeländerungen im Bereich Kapitalanforderungen und Kapitaldefinition (...)“ in die neue ausgestaltete EU-Verordnung integriert werden. Die *Europäische Bankenaufsichtsbehörde EBA* wird dabei eine zentrale Rolle spielen, um „(...) die kohärente Anwendung der neuen Regeln in der EU sicherzustellen.“ Der enge Zeitplan der Kommission sieht vor, „(...) den Vorschlag noch vor Ende dieses Sommers vorzulegen.“ Die anschließenden „(...) Diskussionen mit Rat und Parlament (...)“ werden hoffentlich zu einer Einigung „(...) um die Jahresmitte 2012 führen (...).“ Mit Jahresbeginn 2013 würde es dann „(...) im Einklang mit der Basler Vereinbarung (...)“ zu einer schrittweisen verbindlichen Anwendung erster Teilbereiche kommen.⁶¹⁹

Spitzer bringt in diesem Zusammenhang noch „(...) mögliche europäische Besonderheiten gegenüber Basel III (...)“ an. Zunächst einmal betont er, dass die Ergebnisse des Basler Prozesses bereits „(...) vielen besonderen europäischen Anliegen sehr weitgehend Rechnung tragen.“ Die Kapitaldefinition beispielsweise lässt hinreichend Spielraum

⁶¹⁷ Vgl. Spitzer, K. G. 2011, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S. 555f.

⁶¹⁸ Spitzer, K. G. 2011, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S. 556

⁶¹⁹ Vgl. Spitzer, K. G. 2011, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S. 556

„(...) für rechtsformspezifische Besonderheit (...)“, aber auch in den Liquiditätspuffer sind „(...) die in Europa wichtigen Pfandbriefe (...)“ grundsätzlich anrechenbar. Ohne die Liste weiter fortsetzen zu wollen, können die Basler Vereinbarungen als durchaus zufriedenstellend bewertet werden, und es somit ermöglicht wird, „(...) die europäischen Regelungen sehr eng an ihren Vorgaben zu orientieren.“⁶²⁰

⁶²⁰ Vgl. Spitzer, K. G. 2011, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, S. 556

3. Der Schluss

3.1 Die Ergebnisse

Nach der schwersten Finanzmarktkrise seit 1929 steht der Finanzsektor vor großen Herausforderungen. Kurzfristig gesehen geht es dabei um die Überwindung der Krise und die Minimierung der Schäden, sowohl für den finanzwirtschaftlichen- als auch für den realwirtschaftlichen Sektor. Langfristig gesehen streben „(...) Marktteilnehmer und Aufsichtsinstanzen zusammen (...)“, die Schaffung eines widerstandsfähigen Finanzsystems an. Dabei werden Anpassungen in Bezug auf „(...) die Größe der Finanzinstitute (...)“, „(...) Art und Umfang ihrer Geschäftstätigkeit, ihre Refinanzierungsmethoden, Risikosteuerung, Einnahmequellen sowie ihr internationales Engagement (...)“, den „(...) Finanzsektor eine neue Gestalt verleihen.“ Die Finanzmarktkrise führte uns die „(...) strukturellen Mängel am Geschäftsmodell des Finanzsektors (...)“ schmerzlich vor Augen. Jahrzehntlang erhöhten die Finanzinstitute „(...) ihre kurzfristige Profitabilität durch einen hohen Fremdfinanzierungsanteil (...)“, was sich in „(...) einer starken Volatilität ihrer Ertragsentwicklung (...)“ geäußert hat. Die Kombination „(...) schwacher Eigenkapitalausstattung, illiquider Vermögenswerte und die Abhängigkeit von kurzfristigen Finanzierungsmitteln (...)“, führte zu Schwachstellen, die hohe Verluste sowie systemweite Probleme entstehen ließen. Die im Rahmen dieser Studienarbeit vorgestellten Kapital- und Liquiditätspolster, werden in Zukunft „(...) zu einer robusteren Geschäftsentwicklung der Finanzinstitute beitragen und dadurch die Kreditversorgung der Wirtschaft stabilisieren.“ Der Erfolg dieser Maßnahmen hängt davon ab, inwieweit das „(...) regulatorische Umfeld die Finanzinstitute umsichtiges Geschäftsgebaren (...)“ belohnt, und in diesem Zusammenhang Anreize schafft, „(...) dass die Märkte dies ebenfalls tun.“⁶²¹

Die Wichtigkeit eines stabileren Finanzsektors spiegelt auch sein steigender Anteil an der Gesamtwirtschaft, sowie „(...) der zunehmend internationalen Ausrichtung der Finanzintermediation (...)“ wieder. Nicht nur die umfangreichen Maßnahmen in Bezug auf die Eigenkapital- und Liquiditätspolster sowie niedrigere Fremdfinanzierungsquoten der Finanzinstitute, sondern auch eine makroprudenzielle Politik „(...) werden zur strukturellen Widerstandsfähigkeit des Finanzsektors beigetragen.“⁶²²

⁶²¹ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010, S.85

⁶²² Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010, S.100

3.2 Die Maßnahmen

Makroprudenzielle Politik und Umgang mit Prozyklizität

Das Ziel einer *makroprudenziellen Politik* liegt darin, das *Systemrisiko* zu begrenzen. Unter *Systemrisiko* versteht man die Gefahr, „(...) dass Verwerfungen im Finanzsystem die gesamte Wirtschaft destabilisieren können.“ Die „(...) Einführung einer makroprudenziellen Politik (...)“ gestaltet sich zunächst auf einzelwirtschaftlicher Ebene, „(...) um die Risiken im Finanzsystem als Ganzes zu begrenzen.“ Dazu kommt es zu einer Anpassung der *makroprudenziellen Instrumente*.⁶²³

Makroprudenzielle Politik und Instrumente

Makroprudenzielle Politik „(...) erweitert im Wesentlichen die Perspektive der traditionellen Finanzaufsicht, deren Instrumente auf der Ebene der einzelnen Finanzinstitute und -produkte eine solide Geschäftspolitik fördern und risikoreiche Engagements begrenzen.“ *Makroprudenzielle Instrumente* lassen sich als Aufsichtsinstrumente definieren. Auch bei der Definition makroprudenzieller Instrumente sind Grauzonen nicht ausgeschlossen, so kann sich „(...) die Eignung einzelner Instrumente (...)“ im Spiegel des „(...) strukturellen Wandels von Wirtschaft und Finanzsystem verändern.“ Makroprudenzielle Instrumente spiegeln eine Erweiterung bzw. Anpassung der bestehenden Aufsichtsinstrumente wider und ermöglichen somit „(...) eine klare Unterscheidung zwischen makroprudenziellen und institutsbezogenen Aufsichtsinstrumenten.“ Aufgrund dieser Erweiterung bzw. Anpassung der bestehenden Aufsichtsinstrumente verdeutlicht sich „(...) die Unabhängigkeit des makroprudenziellen Ansatzes (...)“, sowie „(...) den Unterschied zwischen der systemorientierten (...)“ Perspektive und der Perspektive, die sich auf einzelne Institute bezieht. In diesem Zusammenhang verdeutlicht sich noch einmal das primäre Ziel einer makroprudenziellen Politik: die Stärkung der Finanzmarktstabilität als Ganzes, anstatt lediglich das einzelnen Finanzinstitute zu stabilisieren.⁶²⁴

⁶²³ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010, S.101

⁶²⁴ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010, S.102

Damit die makroprudenzielle Politik das Systemrisiko begrenzen kann, wirkt sie „(...) den beiden zentralen Externalitäten des Finanzsystems (...)“ entgegen:

- „(...) gleichzeitiger Ausfall von Finanzinstituten als Konsequenz ihrer Verflechtungen und zusammenhängenden Engagements“⁶²⁵
- Prozyklizität

Prozyklizität stellt „(...) das Phänomen von sich verstärkenden Rückkopplungseffekten innerhalb des Finanzsystems wie auch zwischen dem Finanzsystem und der Gesamtwirtschaft“ dar. Prozyklizität trägt zum Entstehen „(...) nicht nachhaltiger Boomphasen (...)“ bei, wobei sich die Prozyklizität beim Platzen der Blase in verstärkten Verwerfungen äußert und dabei „(...) eine tiefe gesamtwirtschaftliche Rezession (...)“ auslöst. Gegenmaßnahmen im Zusammenhang mit Prozyklizität „(...) sind eng mit der traditionellen antizyklische Wirtschaftspolitik verknüpft“ und werfen in Bezug auf „(...) einen effektiven Handlungsrahmen für den Umgang mit Prozyklizität (...)“ zahlreiche Fragen auf.⁶²⁶

Beispielsweise nach der Definition des Ziels? Der richtigen Balance „(...) zwischen Instrumenten, die antizyklisch variiert werden, und statischen Regelungen, die als automatische Stabilisatoren wirken“? Dem Spielraum zwischen festen Regeln und „(...) diskretionären Entscheidungen (...)“? Personalentscheidungen zur Festlegung der „(...) Ausprägung der einzusetzenden Instrumente (...)“? Sowie die Gestaltung der „(...) Beziehung zur Wirtschaftspolitik, insbesondere zur Geldpolitik (...)“?⁶²⁷

⁶²⁵ Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010, S.101

⁶²⁶ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010, S.101

⁶²⁷ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010, S.101

Die weiteren Ausführungen untersuchen diese Fragestellungen, „(...) indem die zentralen Elemente eines makroprudenziellen Regelwerks für den Umgang mit Prozyklizität beschrieben werden.“ Zu den zentralen Elementen des makroprudenziellen Handlungsrahmens gehören:⁶²⁸

- *ein klar definiertes und realistisches Ziel*

Ziel einer makroprudenziellen Politik ist „(...) eine deutliche, aber realistische Reduzierung des Systemrisikos (...).“ Die Stabilität steht dabei in einem engen Zusammenhang mit der „(...) Stärkung der Widerstandsfähigkeit des Systems gegenüber Schocks (...)“ und eine damit in Verbindung stehende „(...) antizyklische Steuerung seiner Sicherheitsreserven (...).“ Für die antizyklische Steuerung der Sicherheitsreserven stellt „die effektivste Methode zur Stärkung des Systems (...)“ der Aufbau ausreichender Polster dar. Diese könnten am effizientesten in Aufschwungsphasen aufgebaut und „(...) in Abschwungsphasen abgebaut werden (...)“, um sowohl „(...) die Gefahr von Verkaufswellen und Kreditklemmen (...)“ in wirtschaftlichen Abschwungsphasen zu verringern, sowie „(...) Schwankungen im Finanzsystem (...)“ abzumildern.⁶²⁹

Die Erfahrungen der jüngsten Vergangenheit haben gezeigt, dass mit dem „(...) Einsatz traditioneller Aufsichtsinstrumente für makroprudenzielle Zwecke (...)“ tatsächlich dazu beigetragen werden kann, das Finanzsystem im Ganzen widerstandsfähiger zu machen. Trotz alledem zeigen die bislang gemachten Erfahrungen, „(...) dass der antizyklische Auf- und Abbau von Polstern“ keine wesentliche und „dauerhafte Wirkung auf Kreditvergabe und Vermögenspreise hat.“ Demgegenüber stehen allerdings die Vorteile die mit einer „(...) erfolgreichen Dämpfung der Auf- und Abschwünge von Kredit- und Vermögenspreiszyklen (...)“, die es eindeutig wert sind, auch über einen längeren Zeithorizont angestrebt zu werden. Je mehr man über die „(...) Zusammenhänge zwischen der makroprudenziellen Ausprägung von Instrumenten und den finanz- und gesamtwirtschaftlichen Schwankungen (...)“ weiß, desto gezielter ließe sich seitens der Experten ein Ansatz entwickeln, der sich mit der „(...) Dämpfung von Kredit- und Vermögenspreisexzesse in Boomphasen (...)“ in Verbindung steht. Dieser Ansatz könnte von den Instituten „(...) ein restriktiveren oder einen breiteren Einsatz der Instrumente (...)“ einfordern, und dabei auf „(...) eine stärkere Betonung von Urteilsvermögen

⁶²⁸ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010, S.101ff.

⁶²⁹ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010, S.103f.

und diskretionären Entscheidungen (...)“ abzielen. Dadurch verstärkt sich „die Rolle der makroprudenziellen Politik als Teil der Wirtschaftspolitik (...).“ Um in diesem Zusammenhang für Klarheit bei der „(...) Interaction mit der Geldpolitik (...)“ zu sorgen, ist ein deutliches umreißen der institutionellen Strukturen unumgänglich. Könnte man die Liquiditäts- und Vermögenspreiszyklen wesentlich abschwächen, würde dies „(...) den Beitrag der makroprudenziellen Politik (...)“ zur Stabilisierung der Gesamtwirtschaft „(...) und somit auch zur Geldpolitik maximieren.“ Eine Kombination von makroprudenzieller- und Geldpolitik stellt die beste Vorgehensweise dar, Kredit- und Vermögenspreisexzesse zu dämpfen. Nur gemeinschaftlich können sie sich „(...) gegen den Aufbau von Ungleichgewichten stemmen“; ohne die „(...) Unterstützung des jeweils anderen (...)“ ist dieser Kraftakt nicht zu bewältigen.⁶³⁰

▪ *eine Umsetzungsstrategie*

Bei der „(...) Umsetzung des makroprudenziellen Ziels (...)“, können sich die Ansätze hinsichtlich der Stärke und Häufigkeit der Anpassung von Instrumenten „(...) als Reaktion auf veränderte Systemrisiken (...)“ unterscheiden, oder „(...) ob diese Anpassungen regelgebunden oder diskretionär erfolgen.“⁶³¹

Es besteht auch die Möglichkeit die Instrumente ein für alle Mal festzulegen, diese aber „(...) trotzdem als automatische Stabilisatoren wirken, da sie den Spielraum für den Aufbau extremer Risikopositionen einengen.“ Derzeit entwickelt sich die Finanzmarktaufsicht hin zum „(...) vermehrten Einsatz von ein für alle Mal festgelegten Instrumenten (...).“ Das *Basel Committee on Banking Supervision (BCBS)* sieht beispielsweise in seinen angeregten Reformen vor, Mindestkapitalanforderungen für das Handelsbuch zu konzipieren, die auf Stressszenarien beruhen und nicht „(...) auf den jüngsten tatsächlichen Verlusten, die eine hohe Prozyklizität aufweisen.“ Dennoch können „ein für alle Mal festgelegte Instrumente (...)“ ihre Wirkung als automatische Stabilisatoren entfalten, insofern diese über den gesamten Zyklus hinweg gesehen variiert. Bewegen wir uns in einer Kreditboomphase, sind die Finanzinstitute bestrebt, „(...) ihren Hypothekenbestand auszuweiten (...).“ In dieser Situation ist „(...) eine niedrig angesetzte Obergrenze für die Beleihungsquote wirkungsvoller (...)“ als in Abschwungsphasen, wenn die Fi-

⁶³⁰ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010, S.105ff.

⁶³¹ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010, S.107

nanzinstitute ohnehin „(...) aufgrund erhöhter Risikoaversion (...)“ abgeneigt sind, „(...) Kredite mit hoher Beleihungsquote zu vergeben.“ Allerdings muss ein sorgfältige Konzipierung der ein für alle Mal festgelegte Instrumente erfolgen, damit es nicht zu einer Förderung der Prozyklizität kommt.⁶³²

Für Instrumente, die in Anlehnung an die „(...) Entwicklung von Risikoindikatoren variieren (...)“, besteht die Möglichkeit, sie „(...) eng oder nur lose an diese Indikatoren (...)“ zu knüpfen. Beispielsweise Eigenkapitalpolster können unter sehr günstigen Gegebenheiten, wenn also leicht Kapital zu beschaffen ist, aufgebaut „(...) und nur ansatzweise antizyklisch variiert werden.“ An Vorlaufindikatoren in Bezug auf systemweite Finanzmarktanspannen „(...) können Instrumente dagegen enger gebundenen sein.“⁶³³

In der Praxis greifen die öffentlichen Entscheidungsträger „(...) hauptsächlich zu diskretionären Anpassungen der Instrumente (...)“, die sich lediglich mit einem „(...) schwachen Bezug zu quantitativen Risikoindikatoren (...)“ auszeichnen. Beispielhaft sind dafür die Entwicklungen in Asien, wo benannte Anpassungen „(...) im Zusammenhang mit Immobilienkrediten in finanziellen Aufschwungsphasen vorgenommen (...)“ wurden, um der Gefahr einer Überhitzung zu begegnen. Zu den Risikoindikatoren, die einen Handlungsbedarf aufzeigen, listeten die zuständigen Stellen folgende Punkte auf:⁶³⁴

- Immobilienpreisentwicklungen
- Immobilienkreditvergabe
- Sekundärmarktverkäufe
- Bautätigkeit

Die daraus vorgenommenen Anpassungen sind:

- Erhöhung der Grenzwerte in Bezug auf die Kreditvergabe
- erhöhte Risikogewichte „(...) zur Berechnung des aufsichtsrechtlichen Eigenkapital (...)“
- Verschärfung von Eigenkapital- und Liquiditätsanforderungen
- Einschränkungen bei Fremdwährungsengagement

⁶³² Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010, S.107f.

⁶³³ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010, S.108

⁶³⁴ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010, S.108

Die Anpassungen der Instrumente erfolgte meist gleichzeitig und „(...) in Intervallen von einigen Jahren (...)“, wobei sich „(...) Ausmaß und Häufigkeit der Anpassungen (...)“ von Land zu Land unterschieden.⁶³⁵

Dass sich „(...) die Anpassung der Instrumente auf einfache und transparente Regeln (...)“ stützt, liegt daran, dass Regeln nach ihrer Einführung nicht ständig neu begründet werden müssen. Mit klar strukturierten und dauerhaften Regeln, können Unsicherheiten abgebaut werden und zu einer „(...) automatischen Stabilisierung beitragen, indem sie sowohl die Einschätzung der Lage als auch die Entscheidungsprozesse beschleunigen und die Verantwortlichen im Voraus zu einer zeitgerechten Schaffung der Instrumente verpflichten.“ Nichts desto trotz können auch keine Regeln unter Umständen äußerst effektiv sein, denn die Notwendigkeit eines gewissen Ermessensspielraums wird weiterhin erforderlich bleiben. Dadurch wird „(...) den öffentlichen Entscheidungsträger die Flexibilität (...)“ eingeräumt, die sie benötigen, um „(...) eine breite Palette von Risikoindikatoren zu verwenden und ihre eigene Einschätzung der Entwicklung von Systemrisiken einfließen zu lassen.“ Benannter Ermessensspielraum ermöglicht es darüber hinaus mit einer „(...) maßgeschneiderten Reaktion auf die jeweilige Art und Weise (...)“ zu reagieren, „(...) wie die Risikopositionen aufgebaut werden und die Schwachstellen des Finanzsystems entstehen.“ Zudem können diskretionäre Maßnahmen deutlich schwerer umgangen werden, „(...) als eine bekannte und berechenbare Regel.“⁶³⁶

▪ *Sektorspezifisches Vorgehen*

Für „die Instrumente zur Umsetzung einer makroprudenziellen Politik (...)“, kann eine flächendeckende Vorgehensweise angewandt werden, die sich „(...) auf den gesamten Finanzsektor (...)“ bezieht, oder aber die Instrumente zielen „(...) auf Risiken in einzelnen Wirtschaftsbereichen (...)“ ab, wenn sie nicht diese als „(...) Gefahr für das gesamte Finanzsystem darstellen.“ Bezieht sich die Risikoquelle auf eine bestimmte Branche, kann „(...) ein gezieltes, sektorspezifisches Vorgehen (...)“ gerechtfertigt sein, um nicht die Wirtschaft als großes Ganzes zu treffen. Dabei steht vor allem die Immobilienbran-

⁶³⁵ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010, S.108f.

⁶³⁶ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010, S.109ff.

che im Mittelpunkt der Beobachtungen, da von ihr „(...) immer wieder Risiken für die Finanzstabilität ausgehen.“⁶³⁷

Allerdings kann es bei sektorspezifischen Interventionen immer wieder zu Schwierigkeiten kommen. Besteht die Möglichkeit, diese zu umgehen, sind sie in ihrer Wirksamkeit „(...) für den Schutz des gesamten Systems“ deutlich abgeschwächt. Da die institutionellen Strukturen Einfluss auf die Kreditvergabe haben können, müssen sie in „(...) einer makroprudenziellen Politik zudem dafür sorgen, dass sektorspezifische Interventionen ein klares Ziel haben und keinen Nebenabsichten verfolgen.“ Um die „(...) gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen von sektorspezifischen Entwicklungen (...)“ bestmöglich einschätzen zu können, sind „(...) zusätzliche Informationen und ein hohes Maß an Urteilsvermögen“ unabdinglich. Stellt sich die Vorgehensweise als hochgradig sektorspezifisch dar, ist Vorsicht das oberste Gebot.⁶³⁸

Die Entwicklung antizyklischer Kapitalanforderungen für Finanzinstitute „(...) illustriert die Probleme sektorspezifischer Interventionen.“ Gesetzt dem Fall „(...) eines Anstiegs der Bankkredite (...)“ im Immobiliensektor, und einer in diesem Zusammenhang vorgeschrieben „(...) Ausweitung der Kapitalpolster (...)“, kann sichergestellt werden, dass eben diese Kapitalpolster „(...) die von diesem Sektor ausgehenden Systemrisiken berücksichtigen.“ Allerdings kann auf diese Weise ein indirekter Risikofaktor, der „(...) aus dem möglichen Übergreifen von Problemen in diesem Sektor auf die Gesamtwirtschaft und das Finanzsystem resultiert (...)“, nicht gebannt werden. Darüber hinaus könnten die Finanzinstitute „(...) auf eine eng begrenzte sektorspezifische Vorgabe reagieren (...)“, indem sie mit einer Lockerung ihrer Kreditvergabekonditionen anderer Bereiche „(...) das Wachstum ihres gesamten Kreditportfolios (...)“ gewährleisten können. Folglich wäre die Versuchung groß, „(...) für immer mehr Kreditinstrumente und Sektoren Ad-hoc-Vorgaben einzuführen.“⁶³⁹

■ *Institutionelle Strukturen*

Die Notwendigkeit institutionalisierter Mechanismen begründet sich darin, dass der „(...) Ermessensspielraum der öffentlichen Entscheidungsträger einzuschränken“ ist. Darüber hinaus sollen sie im Falle einer erforderlichen Ermessensentscheidung für die

⁶³⁷ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010, S.111

⁶³⁸ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010, S.111

⁶³⁹ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010, S.111

notwendige „(...) Unabhängigkeit der Entscheidungsträger sorgen und sie gegenüber dem Druck von Interessengruppen abschirmen.“ Das bereits vorgestellte „(...) klar definierte und realistische Ziel makroprudenziellen Politik (...)“ birgt nicht zuletzt den Vorteil „(...) einfacher institutioneller Strukturen (...)“.⁶⁴⁰

Die Messung der Stabilität des Finanzsystems ist ein wichtiger Bestandteil der „(...) Rechenschaftspflichten der öffentlichen Entscheidungsträger (...)“. Doch ist die Messung der Finanzstabilität nicht leicht, da sie einen multidimensionalen Charakter hat und zudem schwer fassbar ist. Ein Finanzsystem kann sich sehr lange in einem fragilen Zustand befinden, bevor sich dieser in Schwierigkeiten äußert. Auch wenn es gelingen würde, „(...) die Schwachstellen des Finanzsystems zuverlässig (...)“ zu messen, würden sich diese nur langsam aufbauen und somit kein deutliches „(...) Signal für Handlungsbedarf“ geben. Unter dessen könnten sich „(...) stark anziehende Vermögenspreise, ein niedriger feststellbarer Fremdfinanzierungsgrad, geringe Risikoprämien und eine gedämpfte Volatilität ein exzessives Eingehen von Risiken verschleiern.“ Zusammenfassend lässt sich sagen, dass „(...) auch wenn das Ziel der Finanzstabilität nicht mit exakten Messgrößen definiert werden kann (...)“, muss es klar umrissene Strategien und „(...) Maßnahmen zur Förderung der Finanzstabilität (...)“ geben.⁶⁴¹

Darüber hinaus eröffnen sich weitere Herausforderungen für die Regulierungs- und Aufsichtsinstanzen, die sich bisher „(...) auf die Sicherheit und Solidität einzelner Institute und nicht auf das gesamte System (...)“ konzentriert haben. Folglich sind sie in Bezug auf makroökonomische Überlegungen weniger vertraut. Demgegenüber haben Zentralbanken aufgrund „(...) des Verhältnisses von Marktprozessen und der Wechselwirkungen zwischen der Finanz- und der Realwirtschaft (...)“ einen Vorteil. Es waren größtenteils die Zentralbanken, „(...) die auf Anzeichen einer Überhitzung (...)“ reagierten. Der Anreiz, „(...) Instrumente für makroprudenzielle Zwecke einzusetzen (...)“, ist bei Zentralbanken stärker ausgeprägt, denn damit flankieren sie ihre wirtschaftspolitische Funktion.⁶⁴²

Damit sich der makroprudenzielle Handlungsrahmen weiter entwickeln kann, sind „(...) neue und spezifische institutionelle Strukturen erstrebenswert.“ Solche Strukturen „(...)

⁶⁴⁰ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010, S.112

⁶⁴¹ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010, S.112

⁶⁴² Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010, S.112

sollten die Expertise von Zentralbanken in den Bereichen Makroökonomie und Finanzmärkte mit der Expertise der Finanzmarktregulierung und der Bankenaufsicht kombinieren.“ Dazu werden entsprechende Instanzen benötigt, die sich durch klare Mandate, Kompetenz und „(...) Kontrolle über die Instrumente“ auszeichnen. Die Experten der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich stellen als eine Option sogenannte *Finanzstabilitätsgremien* vor, die „(...) nach dem Vorbild der bestehenden geldpolitischen Ausschüsse“ gestaltet werden könnten.⁶⁴³

Auf Grundlage solcher Strukturen sollte „(...) die Unabhängigkeit von Zentralbanken (...)“ bewahrt werden, wobei sie allerdings „(...) auch erhebliche Implikationen für die Rechenschaftspflichten der Zentralbanken“ hätten. In der Folge könnten die Schlüsse, die der „(...) Stabilisierung des Finanzsystems (...)“ dienen, vor allem in Krisenzeiten „(...) mehr Interaktionen mit der Regierung erfordern als geldpolitische Beschlüsse (...)“. Doch muss eine „(...) engere Zusammenarbeit mit der Regierung (...)“ nicht zwangsläufig „(...) die Autonomie einer Zentralbank (...)“ gefährden. Allerdings sind die beteiligten Akteure zu „(...) exakt definierten Koordinationsmechanismen sowie Klarheit über das Mandat und die Strategie der Zentralbank im Bereich der Finanzstabilität“ angehalten. Um der Rechenschaftspflicht nachzukommen, müssten „(...) Maßnahmen und Entscheidungsprozesse veröffentlichen oder durch das Parlament geprüft werden (...)“. Beide Ansätze finden in Geldpolitik und Finanzaufsicht durchaus Anwendungen. Bisher stand „(...) die Berichterstattung von Zentralbanken zum Thema Finanzstabilität (...)“ nicht so häufig im aufsichtlichen Fokus und gestaltete sich „(...) weniger handlungsorientiert als zum Thema Geldpolitik.“ Zukünftig muss sich diese Tatsache wahrscheinlich ändern.⁶⁴⁴

▪ *länderspezifische Gegebenheiten und internationale Aspekte*

Um sich „(...) der Situation ihres Landes (...)“ entsprechend anzupassen, wird jede Regierung „(...) Ziele, Strategien, Instrumente und institutionelle Strukturen wählen (...)“. So konnte man beobachten, dass makroprudenzielle Interventionen bislang vor allem „(...) in bankdominierten Finanzsystem mit geringeren Möglichkeiten zur Umgehung von Regulierungen (...)“ verbreitet waren. Selbiges gilt für Volkswirtschaften, die sich über einen „(...) festen oder kontrollierten Wechselkurs (...)“ definieren, wie beispiels-

⁶⁴³ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010, S.112

⁶⁴⁴ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010, S.113

weise *SVR Hongkong*, sowie weiterer asiatischer Volkswirtschaften, und „(...) für Länder innerhalb von Währungsunionen (...)“, in denen die Möglichkeit begrenzt ist oder überhaupt nicht vorhanden ist, „(...) die Volkswirtschaft mithilfe von Leitzinsen zu stabilisieren (...)“. Beispielhaft für diese Situation ist ein Land wie Spanien.⁶⁴⁵

Auf Grundlage der makroprudenziellen Regelwerke sowie „(...) der Ausprägung der Instrumente (...)“, werden länderspezifische Unterschiede zu erwarten sein, die die „(...) Notwendigkeit internationaler Koordination (...)“ mehr als verdeutlicht. „Bei der Einstellung der Instrumente (...)“ muss darauf geachtet werden, dass sich alle Länder in ihrer finanziellen Entwicklung unterscheiden, und dass es Finanzinstitute gibt, die grenzüberschreitend agieren. Beispielsweise für die Anforderungen an Kapitalpolster „(...) sollte für jedes Institut auch seine Gefährdung durch Systemrisiken in anderen Ländern berücksichtigt werden (...)“, egal ob sich diese Gefährdung aus grenzüberschreitenden Krediten oder aus Geschäften vor Ort ergibt. Es ergeben sich für „(...) den Umfang und die Entwicklung von Kapitalpolstern (...)“ erhebliche Unterschiede, wenn internationale Risiken berücksichtigt werden.⁶⁴⁶

Darüber hinaus wird eine „(...) enge Zusammenarbeit zwischen den Instanzen des Herkunfts- und des Aufnahmelandes (...)“ unumgänglich sein. Dabei ist es notwendig, „(...) bestimmte Verantwortlichkeiten an die Aufnahmeländer (...)“ zu übergeben, was „(...) sowohl die Ausprägung der Aufsichtsinstrumente für Risikopositionen im Aufnahmeland als auch die Informationspflicht gegenüber den Herkunftsländern über die Finanzierungsbedingungen vor Ort“ betrifft.⁶⁴⁷

⁶⁴⁵ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010, S.113

⁶⁴⁶ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010, S.113

⁶⁴⁷ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010, S.113

3.3 Die Konsequenzen

Implikationen für die Geldpolitik

Kommt es zur „(...) Implementierung eines makroprudenziellen Regelwerkes (...)“ werden sich daraus einschneidende Auswirkungen für das Finanzsystem ergeben und in der Folge „(...) den geldpolitischen Transmissionsmechanismus verändern.“ Innerhalb der Geldpolitik muss der „(...) Einfluss von makroprudenziellen Maßnahmen auf Vermögenspreise und Renditen (...)“ berücksichtigt werden. Mithilfe eines erfolgreichen makroprudenziellen Ansatzes kann aufgrund der „(...) Stabilisierung des Finanzsystems (...)“ die Geldpolitik gleich in mehrfacher Hinsicht entlastet werden.⁶⁴⁸

- die Häufigkeit und Intensität auftretender Finanzmarktturbulenzen wird reduziert, denn diese verursachen und verstärken konjunkturelle Schwankungen⁶⁴⁹
- „(...) die Effektivität der Geldpolitik (...)“ wird gestärkt, indem eine Wirkungsabschwächung von Leitzinsänderungen aufgrund von Finanzmarktanspannungen verhindert wird⁶⁵⁰
- darüber hinaus werden „(...) wirksame makroprudenzielle Maßnahmen dazu führen (...)“, dass die Geldpolitik in Abschwungsphasen „(...) weniger leicht unter Druck gerät, die Zinsen unangemessen zu senken, um auf die bedrohte Finanzstabilität zu reagieren.“⁶⁵¹

In den überwiegenden Fällen werden sich die makroprudenzielle- und die Geldpolitik „(...) gleichzeitig in einer Phase der Straffung und der Lockerung befinden.“ Bezieht man sich allerdings auf die relative Wirksamkeit beider Ansätze, sind sie „(...) jedoch sorgfältig gegeneinander abzuwägen.“ Beispielsweise können makroprudenzielle Maßnahmen beim Aufkommen von Inflationsrisiken eine „(...) Leitzinsanhebung nicht ersetzen.“ Zwar sind sie bestens dazu geeignet, das Finanzsystem in Bezug auf seine Widerstandsfähigkeit zu stärken, „(...) doch ihre Auswirkungen auf Gesamtnachfrage und Inflationserwartungen sind im Vergleich zu denen der Zinspolitik schwach und ungewiss.“ Es wird allerdings auch Situationen geben, in denen sich makroprudenzielle- und „(...) Geldpolitik gegenläufig bewegen (...)“. Dies geschieht „(...) vor allem wenn das Finanzsystem unter Anspannung (...)“ stehen, da Inflationsrisiken auftreten. Folglich

⁶⁴⁸ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010, S.114

⁶⁴⁹ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010, S.114

⁶⁵⁰ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010, S.114

⁶⁵¹ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010, S.114

würde man die makroprudenziellen Instrumente lockern, um die Finanzmarktanspannungen abmildern zu können, während man zum selben Zeitpunkt die Geldpolitik straffen würde, um den Inflationsdruck entgegenzutreten und ihn damit zu verringern. Dadurch wird kein Konflikt zwischen beiden Vorgehensweisen entstehen, sondern es wird viel mehr illustriert, wie sich beide Ansätze gegenseitig ergänzen und damit verstärken.⁶⁵²

Trotz der Einführung eines makroprudenziellen Regelwerks, wird die Geldpolitik weiterhin eine zentrale Rolle spielen, vor allem wenn es darum geht die Preisstabilität zu gewährleisten. Auch weiterhin können die ups and downs der Finanzmärkte „(...) erhebliche konjunkturelle Schwankungen auslösen (...)“ - auch wenn das Finanzsystem als großes Ganzes diesen standhält. Darüber hinaus können natürlich „(...) nach wie vor Rezessionen und Inflationsgefahren entstehen (...)“, ohne dass diese aufgrund von „(...) Turbulenzen an den Finanzmärkten (...)“ ausgelöst wurden. Trotz alledem steht die Geldpolitik in der Pflicht, „(...) ihren Beitrag zur Förderung der Finanzstabilität (...)“ auszuweiten, um dadurch „(...) ihre längerfristigen makroökonomischen Ziele zu erreichen.“ Die Erfahrungen der letzten Jahre zeigen, dass eine geldpolitische Strategie zur Inflationsstabilisierung zu kurzfristig orientiert ist, um eine ausreichende Stabilität des Finanzsystems sicherzustellen. Aufgrund des kurzfristigen Prognosehorizonts könnte die Geldpolitik unbeabsichtigt dazu beitragen, dass „(...) das Entstehen von Schwachstellen im Finanzsystem (...)“ zugelassen oder gar gefördert wird. Geldpolitische Entscheidungsträger sollten auf diese Gefahr reagieren, „(...) indem sie den Zeithorizont der Geldpolitik verlängern.“ Eine Verlängerung „(...) um einige Jahre über die üblichen zwei Jahre hinaus (...)“, könnte den geldpolitischen Entscheidungsträgern dabei behilflich sein, längerfristige Gefahren in Bezug auf die Finanzstabilität „(...) gegen kurzfristigere Inflationsgefahren abzuwägen.“ Daraus ergibt sich „(...) eine umfassendere Evaluation der Risiken (...)“, denen sich die Wirtschaft ausgesetzt sieht.⁶⁵³

Viele Zentralbanken bewegen sich bereits auf diesem Niveau, indem sie „(...) längerfristige Risiken für die Finanzstabilität (...)“ in ihre Modelle und Zielhorizonte einbeziehen. In der Folge „(...) entfällt die Notwendigkeit der Geldpolitik ein explizites Mandat für die Finanzstabilität zu geben“, und macht deutlich, dass die Finanzstabilität

⁶⁵² Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010, S.114

⁶⁵³ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010, S.114f.

ein wesentlicher Bestandteil der Bemühungen seitens der Zentralbanken ist, eine gesamtwirtschaftliche Stabilität zu gewährleisten. Nichts desto trotz „(...) könnte ein explizites Mandat der Geldpolitik (...)“ eine hilfreiche Ergänzung für die Finanzstabilität sein, da so der Druck von den Zentralbanken genommen wird, in Hochkonjunkturphasen „(...) bei gleichzeitig niedriger Inflation auf ein Straffung der Geldpolitik verzichten zu müssen.“ Ein Mandat würde es in diesem Zusammenhang der Zentralbank erlauben, angesichts der anzustrebenden Finanzstabilität „(...) ihre Geldpolitik zu straffen, um längerfristigen Stabilitätsrisiken entgegenzuwirken.“ In jedem Fall wird die Notwendigkeit „(...) gewisser allgemeiner institutioneller Strukturen unverzichtbar sein (...).“ Damit soll „(...) die Verpflichtung der Zentralbank (...)“, für Preisstabilität zu sorgen, glaubwürdig bleiben.⁶⁵⁴

- „(...) klare Mandate und Strategien für makroprudenzielle und geldpolitische Aufgaben (...)“⁶⁵⁵
- „(...) operative Unabhängigkeit (...)“⁶⁵⁶
- „(...) Mechanismen, die eine effektive öffentliche Kommunikation der getroffenen Entscheidungen gewährleisten (...)“⁶⁵⁷
- „(...) Verfahren zur Lösung eventueller Zielkonflikte“⁶⁵⁸

Die länderspezifischen Gegebenheiten werden auch hier die institutionellen Strukturen beeinflussen und damit auch die „(...) Rolle der Zentralbank bei der Finanzregulierung und –aufsicht.“⁶⁵⁹

⁶⁵⁴ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010, S.115

⁶⁵⁵ Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010, S.115

⁶⁵⁶ Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010, S.115

⁶⁵⁷ Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010, S.115

⁶⁵⁸ Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010, S.115

⁶⁵⁹ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010, S.115

Zusammenfassung

Damit auf lange Sicht „(...) die Stabilität des Finanzsystems (...)“ sichergestellt werden kann, besteht die Notwendigkeit „(...) einen sorgfältig konzipierten makroprudenziellen Handlungsrahmen einzuführen (...)“ und in diesem Zusammenhang den bereits „(...) bestehenden Handlungsrahmen der Geldpolitik (...)“ entsprechend anzupassen. Dazu bietet der aktuelle politische Konsens „(...) eine einzigartige Chance.“ Gemeinsam mit den aus Basel vorgestellten modifizierten Eigenkapital- und Liquiditätsanforderungen verfolgt auch die makroprudenzielle Politik das oberste Ziel, die „(...) Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems (...)“ zu stärken, damit auch Phasen exzessiver Kreditausweitung und „(...) nicht tragfähige Entwicklungen bei den Vermögenspreisen (...)“ eingedämmt werden können.⁶⁶⁰

Mit den modifizierten Eigenkapital- und Liquiditätsanforderungen – Basel III sowie den Anregungen zu einer makroprudenziellen Politik wurden im Bereich der Finanzmarktregulierung in einem „(...) erheblichem Maße Lehren aus der Finanzkrise gezogen (...)“ und zahlreiche „(...) Reformen auf den Weg gebracht (...).“ Mit den Einigungen zu Basel III ist ein bedeutender Schritt in Richtung Finanzmarktstabilität und -regulierung gemacht worden. Auf Grundlage dessen wird sich sowohl die Quantität als auch „(...) die Qualität des Eigenkapitals der Finanzinstitute deutlich erhöhen.“ Die Finanzinstitute müssen nun den steigenden Anforderungen gerecht werden, indem sie Gewinne einbehalten und gegebenenfalls die Anforderungen „(...) durch Kapitalerhöhungen erfüllen.“ Die im Verlauf der Ausführungen vorgestellten großzügigen Übergangsfristen zur Einführung von Basel III werden nicht zu einer „(...) Überforderung des Finanzsektor (...)“ führen und ebenso wenig zu einer „(...) Verknappung des Kreditangebots (...)“. Neben der Vorstellung der Finanzmarktkrise, ihren Auswirkungen und entgegengesetzten Maßnahmen, wurde zum Ausdruck gebracht, dass ein globales Finanzsystem nicht nur auf Grundlage verbesserter Bankenregulierung krisenfest gemacht werden kann, sondern dass wir auf Grundlage makroprudenzieller Dimensionen eine zweite Verteidigungslinie brauchen, in dessen Richtung erste wichtige Schritte getan werden.⁶⁶¹

⁶⁶⁰ Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010, S.115f.

⁶⁶¹ Vgl. Weber, A.A. 2011, in seinem Vortrag in der Hauptversammlungen der Deutschen Bundesbank, veröffentlicht in: Risiko Manager